



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 02.07.1997
KOM(97) 337 endg.

MITTEILUNG DER KOMMISSION

AUSWIRKUNGEN DES EURO AUF DIE KAPITALMÄRKTE

AUSWIRKUNGEN DES EURO AUF DIE KAPITALMÄRKTE

Inhaltsverzeichnis

I. Einführung und Zusammenfassung

II. Die anstehenden Aufgaben im Überblick

III. Empfehlungen

IV. Bericht

1. Rentenmärkte
 - Umstellung
 - Marktkonventionen
2. Aktienmärkte
 - Allgemeines
 - Auswirkungen auf die Funktionsweise der Märkte
3. Derivativmärkte
 - Allgemeines
 - Technische Fragen
4. Sonstige Aspekte
 - Referenzkurse
 - Emissionsverfahren
 - Ratings
 - Benchmark
 - Pensionsgeschäfte
 - Mindestreserveverpflichtungen
 - Regulierung, Beschränkungen und Besteuerung
 - Sonstige Fragen

V. Glossar

VI. Anhang: Verzeichnis der Sachverständigen

I. Einführung und Zusammenfassung

Die Kommission hat eine Expertengruppe unter dem Vorsitz von Herrn A. Giovannini eingerichtet, um die Auswirkungen der Einführung des Euro auf die Kapitalmärkte zu untersuchen. In diesem Bericht werden die Ergebnisse der Arbeiten dieser Gruppe zusammengefaßt.

Die Kommission ist der Auffassung, daß die Marktharmonisierung eine Angelegenheit für die Finanzmärkte ist. In diesem Zusammenhang begrüßt sie den Bericht der Gruppe. Sie rät den Finanzmärkten, den Bericht bei den Vorbereitungsarbeiten für die Einführung des Euro voll zu berücksichtigen.

Der Bericht gibt die Schlußfolgerungen der beratenden Gruppe¹ aus Sicht der Kommission wieder. Er konzentriert sich auf technische und sonstige Fragen, die sich direkt auf die Funktionsweise der Kapitalmärkte nach Einführung des Euro auswirken werden. Er enthält Empfehlungen zur Umstellung der Renten- und Aktienmärkte sowie zu den Konventionen, die für den neuen Euro-Markt gelten sollten.

In dem Bericht werden die Auswirkungen des Euro auf die Renten- und Aktienmärkte und insbesondere die notwendigen technischen Vorbereitungen analysiert. Dies sind die Fragen, auf die die Marktteilnehmer heute klare Antworten erwarten, um die Vorbereitungen für die Einführung des Euro in Angriff nehmen können. Der Bericht ist keine vollständige Analyse sämtlicher Aspekte der Umstellung auf den Kapitalmärkten. Vielmehr spiegelt er den derzeitigen Kenntnisstand und Konsens wider. Andere Fragen sind noch zu prüfen, um optimale Verfahren zu entwickeln und gegebenenfalls einen Konsens auf europäischer Ebene zu erreichen.

1. Ziele

Der Bericht zielt vor allem darauf ab, technische Lösungsmöglichkeiten für die Märkte aufzuzeigen und Orientierungshilfe sowohl für die Behörden als auch die Märkte zu leisten.

Der Beginn der dritten WWU-Stufe eröffnet die Möglichkeit, einen möglichst weiten, liquiden, tiefen und transparenten Euro-Wertpapiermarkt zu schaffen, indem gemeinsame Regeln festgelegt werden, die in allen Teilnehmerländern des Euro-Währungsraums gelten und verschiedene Aspekte des Marktgeschäfts abdecken. Unter idealen Bedingungen könnte die Harmonisierung in einem Big Bang erfolgen. Aufgrund praktischer und politischer Sachzwänge ist ein solcher Ansatz jedoch problematisch. Für die Harmonisierung der Rechts- und Verwaltungsfragen sind die Behörden zuständig. Technische Aspekte wie die Marktkonventionen, beispielsweise für die Zinsberechnungsmethoden, die Abrechnungsfristen und die Geschäftstage, sind jedoch Sache der Märkte. Der Markt hat in der Vergangenheit bereits seine Fähigkeit unter Beweis gestellt, Verfahren mit dem Ziel der Effizienzsteigerung zu harmonisieren. In diesem Bericht werden die

¹ Die Gruppenmitglieder nahmen in persönlicher Eigenschaft, nicht als Vertreter ihrer Institution, an den Arbeiten teil.

derzeitigen Ansichten des Marktes zur Frage, inwieweit die künftigen Euro-Märkte im Idealfall harmonisiert werden sollten, zusammengefaßt und gemeinsame technische Spezifikationen für diese Märkte empfohlen.

2. Wichtigste Schlußfolgerungen

Im Hinblick auf den **Rentenmarkt** gelangt der Bericht zu folgenden Ergebnissen und Empfehlungen:

Umstellung bestehender Schuldtitel. Wenngleich eine Umstellung für den Übergang zum Euro nicht unbedingt erforderlich erscheint, würde sie die Liquidität erhöhen und die Glaubwürdigkeit des WWU-Prozesses erhöhen, indem sie das Engagement der Regierungen belegt. Bei einem bestimmten Emittenten könnten Anleger aus psychologischen Gründen Titel vorziehen, die nicht auf Euro, sondern auf die nationale Währungseinheit lauten, so daß sich unter Umständen unterschiedliche Zinssätze ergäben. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit gering ist, würde diese Gefahr mit einer Umstellung doch gänzlich ausgeräumt. Außerdem würde sich hierdurch die Liquidität verbessern.

Das beste Verfahren wäre eine Umstellung "von unten nach oben". Dabei würde jeder einzelne Bestand unter Anwendung der festen Umrechnungskurse in Euro umgerechnet und auf zwei Dezimalstellen (d.h. auf den nächsten Cent) gerundet. Die Einzelbestände werden addiert und mit dem Gesamtbestand der zentralen Wertpapierverwahrstelle abgestimmt. Die Bestände bei den Wertpapierverwahrstellen bleiben unverändert, so daß sich die Umstellung nicht auf das Gesamtvolumen der emittierten Titel auswirkt. Der Cash-Flow aus Kuponzahlungen und der Fälligkeitswert einer Anleihe bleiben abgesehen von geringen potentiellen Rundungsdifferenzen (von höchstens 1 Cent) praktisch unverändert. Umtauschangebote kämen ebenfalls in Frage, da sie eine Änderung der Marktkonventionen und liquidere Emissionen ermöglichen würden.

Marktkonventionen. Harmonisierte Regelwerke wären wünschenswert. Dies würde die Transparenz erhöhen, Rechtsstreitigkeiten vermeiden helfen (weniger Fehler im Back Office) und eine größere Klarheit in bezug auf die Gestaltung des künftigen Marktes schaffen, so daß die Vorbereitungen vorangetrieben werden könnten. Im Hinblick auf die Bestimmung der Tage für die Berechnung der Zinsen ist für die Rentenmärkte die Methode act/act zu empfehlen. Die Wahl der Kuponfrequenz sollte weiterhin freigestellt sein, da halbjährliche Kupons bei Swapgeschäften vorteilhaft sind und ein geringeres Verlustrisiko beinhalten, während jährliche Kupons für die Emittenten billiger sind. Für die Geschäftstage wird eine Standarddefinition empfohlen (z.B. TARGET-Geschäftstage). Auch wenn für die Abrechnungsfristen ein gemeinsamer Standard am besten wäre, scheinen Abrechnungsfristen von weniger als zwei Tagen technisch doch schwer zu realisieren. Außerdem wäre für Finanzzentren, die schon heute taggleich abrechnen, ein Rückschritt nicht akzeptabel. Die für die Rentenmärkte vorgeschlagenen Marktkonventionen sind mit den Vorschlägen des EWI für die Geldmärkte vereinbar.

Referenzkurse. Die Kontinuität der Referenzkurse muß gewährleistet sein. Auf nationaler Basis (PIBOR, FIBOR usw.) und auf europäischer Basis (EURIBOR) kalkulierte Kurse/Sätze können nebeneinander bestehen. Wünschenswert wären veröffentlichte Indikatorsätze für den gesamten Euro-

Währungsraum oder harmonisierte Kriterien für die Errechnung regionaler Indikatoren. Die Referenzkursträger müssen dazu Stellung nehmen, welche Referenzsätze in der dritten WWU-Stufe verfügbar sein werden.

Emissionsverfahren. Eine informelle Koordinierung staatlicher Emissionen wäre von Vorteil. Emissionskalender wären für den Markt begrüßenswert, doch sollten auch Gelegenheitsemissionen möglich bleiben.

Repräsentative Emissionen. Da es keinen zentralen Emittenten gibt, werden die Märkte anhand von Qualität, Liquidität und Derivativspektrum entscheiden, welche Emissionen als repräsentativ gelten.

Ratings. Es wurde darauf hingewiesen, daß die Teilnahme am Euro-Währungsraum zur Anpassung einiger Länder-Ratings führen könnte. Dem liegt der Gedanke zugrunde, daß auf Euro lautende Schuldtitel wegen der Übertragung der geldpolitischen Souveränität auf die EZB als Fremdwährungsschulden zu behandeln sind. Allerdings gibt es hierzu auch Gegenargumente. Durch eine WWU-Teilnahme wird die Finanzpolitik im Hinblick auf Disziplin und Glaubhaftigkeit gestärkt und den Mitgliedstaaten eine monetäre Finanzierung der Staatsschulden untersagt.

Repo-Markt. Nach Auffassung der Marktteilnehmer sollte ein zu aggressiver Einsatz von festen Abschlüssen/Sicherheitsabschlüssen auf dem offiziellen Markt für Pensionsgeschäfte vermieden werden. Andererseits sind Nachschüsse bei Finanzierungstransaktionen für effiziente Kapitalmärkte von großer Bedeutung.

Im Hinblick auf die **Aktienmärkte** ergeben sich folgende zentrale Schlußfolgerungen:

- Die Börsen werden ab 1. Januar 1999 in Euro handeln und notieren. Die Intermediäre müssen die notwendigen Umrechnungen vornehmen, um ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber den Kunden in der von diesen gewünschten Währung nachzukommen.
- Koordinierung und Harmonisierung der Marktkonventionen scheinen weniger wichtig als bei anderen Märkten.
- Eine Umstellung würde sich vernünftigerweise zum Zeitpunkt der Umstellung eines Unternehmens auf den Euro als Rechnungseinheit anbieten. Diese Entscheidung liegt beim Unternehmen und ist unabhängig von der Umstellung des Börsenhandels auf den Euro. Die Umstellung muß nicht unbedingt zu Beginn der dritten WWU-Stufe erfolgen, da die Denominierung der Aktientitel weder deren Marktwert noch deren Handelbarkeit beeinflussen sollte.
- **Quotenaktien.** Diese Lösung ist zu empfehlen. Bei Quotenaktien ist kein tatsächlicher Austausch von Aktienzertifikaten erforderlich. Der Aktienpreis kann durch ein einfaches Splitting angepaßt werden, und eine Kapitalanpassung ist nicht erforderlich. Quotenaktien sind nach der zweiten EG- Gesellschaftsrechtsrichtlinie zulässig. Allerdings würde die

Quotenaktienlösung in den meisten Mitgliedstaaten die Einführung entsprechender nationaler Rechtsvorschriften erfordern.

II. Die anstehenden Aufgaben im Überblick

Der Euro-Wertpapiermarkt wird sich aus mehreren nationalen Märkten mit einer einheitlichen Währung zusammensetzen. Trifft der Markt keine Maßnahmen, um einen gemeinsamen, den gesamten Euro-Währungsraum umfassenden Ansatz zu definieren und umzusetzen, so wird der Markt in Euro durch die derzeitigen unterschiedlichen nationalen Verfahren, Konventionen und Standards aufgesplittet. Die meisten oder möglicherweise gar alle Marktteilnehmer könnten in einem solchen Umfeld (das sich kaum vom Status quo unterscheiden würde) operieren, doch wären vielfältige Märkte in Euro mit jeweils unterschiedlichen nationalen Merkmalen nicht so effizient wie ein homogenerer Euro-Markt.

Es besteht die ernsthafte Gefahr, daß unterschiedliche Konventionen für ähnliche Arten von Euro-Instrumenten zusätzliche Verwirrung und größere Problemen bei der Cash-Flow-Kongruenz sowie zahlreichere Abstimmungsfehler verursachen würden. Dies gilt wahrscheinlich vor allem für den Bereich nichtstaatlicher Schuldtitel. Während die Beibehaltung länderspezifischer Konventionen bei staatlichen Schuldtitel keine größeren Probleme aufwerfen würde, könnte beispielsweise im Falle eines Großunternehmens, das in mehreren Ländern des Euro-Währungsraums Schuldverschreibungen auflegt, die alle auf Euro lauten aber unterschiedlichen Konventionen unterliegen, beträchtliche Verwirrung darüber auftreten, welche Regelungen jeweils anzuwenden sind. Jedesmal, wenn Zweifel über die geltenden Konventionen auftreten, wäre eine Prüfung erforderlich. Auch wenn diese Prüfungen einfach erscheinen und möglicherweise lediglich einen kurzen Telefonanruf erfordern würden, wären sie doch mit zusätzlichen Kosten verbunden und würden eine mögliche Fehlerquelle darstellen. Außerdem könnten Anleger, insbesondere aus Drittländern, durch die mangelnde Transparenz abgeschreckt werden. Wenngleich die Harmonisierung keine Voraussetzung für die Einführung des Euro ist, wäre sie folglich doch vorteilhaft, wohingegen ein Verzicht hierauf mit Nachteilen verbunden wäre.

Während der Übergangszeit dürften Verträge, die auf die alten nationalen Währungseinheiten lauten, auf der Grundlage der alten Konventionen erfüllt werden. Auch nach Wegfall der nationalen Währungseinheiten könnten bestimmte Unterschiede fortbestehen: So ist beispielsweise unwahrscheinlich, daß die gesetzlichen Feiertage harmonisiert werden, doch dürfte es in anderen technischen Fragen relativ leicht sein, einen Konsens über ein harmonisiertes Vorgehen zu erzielen. Um die größtmöglichen Vorteile aus der Einführung des Euro zu ziehen und Anpassungsstörungen gleichzeitig auf ein Minimum zu beschränken, muß ermittelt werden, welche Aspekte einen gemeinsamen technischen Ansatz erfordern und welche unverändert bleiben können.

III. Empfehlungen

Die Gruppe befürwortet eine Harmonisierung der Marktkonventionen für die neuen Euro-Märkte. Sie empfiehlt, daß Emittenten und andere Marktteilnehmer, die in diesem Bericht vorgeschlagenen Standards anwenden.

Im einzelnen einigte sich die Gruppe auf folgende Empfehlungen:

- Hoheitliche Emittenten sollten ihre handelbaren Schulden zu Beginn der dritten WWU-Stufe umstellen, wobei "von unten nach oben" unter Rundung auf den nächsten Cent zu verfahren ist. Auch wenn andere Methoden nicht ausgeschlossen werden sollten, sprach sich die Gruppe dafür aus, die Zahl der Umstellungsmethoden auf ein Minimum zu beschränken.
- Die bestehenden Konventionen sollten für umgestellte Schuldtitel und alle ausstehenden Emissionen und Instrumente weitergelten. Umtauschangebote sollten erwogen werden, um bestehende Emissionen in größere, liquidere Euro-Emissionen mit runden Nominalwerten umzuwandeln.
- Auf neue Euro-Schuldtitel sollten neue harmonisierte Marktkonventionen angewandt werden. Zur Berechnung der Stückzinsen wird die Methode act/act empfohlen. Die Kuponfrequenz sollte freigestellt sein. Ein Euro-Geschäftstag sollte einheitlich definiert werden, und zwar als Tag, an dem das System TARGET und ein Abwicklungssystem in Betrieb sind.
- Referenzkurssponsoren und auf der nächsten Stufe Screen-Anbieter sollten möglichst bald bekanntgeben, wie sie im Hinblick auf die Veröffentlichung der bestehenden nationalen Referenzkurse vorgehen wollen.
- Die Umstellung von Aktien ergibt sich mit der Umstellung eines Unternehmens auf den Euro als Rechnungseinheit. Der Übergang zu Quotenaktien wäre der beste Weg, die Umstellung zu erleichtern.

IV. Bericht

1. Rentenmärkte

1.1 Umstellung: Grundgedanke

Nach den Beschlüssen des Europäischen Rats von Madrid im Dezember 1995 sollen alle handelbaren öffentlichen Schuldtitel ab Beginn der dritten WWU-Stufe in Euro aufgelegt werden. Zusätzlich zu den Neuemissionen in Euro scheinen viele hoheitliche Emittenten nun auch eine Umstellung ihrer umlaufenden, auf nationale Währungseinheiten lautenden Schuldtitel zu erwägen. Die Regierungen sehen in einer Umstellung klare Vorteile in Bezug auf die Glaubwürdigkeit ihres WWU-Engagements. Ferner wird in der Umstellung ein Mittel gesehen, auf den Märkten für staatliche Schuldtitel für sofortige Euro-Liquidität zu sorgen. Außerdem könnten im Falle einer Umstellung zusätzliche Stücke bereits im Umlauf befindlicher Papiere in Euro ausgegeben werden. Wird keine Umstellung vorgenommen, so müssten alle im Wege der Daueremission begebenen Schuldtitel weiterhin in den alten nationalen Währungseinheiten aufgelegt werden. Während die Repo- und Derivatmärkte mit Titeln, die (bis zum Ende der Übergangszeit) weiterhin auf nationale Währungseinheiten lauten, operieren könnten, so wäre eine Umstellung der Wertpapiere Anfang 1999 doch zweifellos von Vorteil, um das Vertrauen in den neuen europäischen Kapitalmarkt und die Entwicklung eines einheitlichen Euro-Marktes voranzutreiben. Angesichts der zentralen Rolle

staatlicher Schuldtitel ist es zweifellos von überragender Bedeutung, daß die Regierungen rasch und entschlossen handeln, damit die Umstellung erfolgreich verlaufen kann.

Von manchen wird die Umstellung auch als Mittel gegen eine Aufsplitterung der Liquidität während der Übergangszeit vom 1. Januar 1999 bis zum endgültigen Wegfall der nationalen Währungseinheiten befürwortet. Dieser Meinung liegt die Hypothese zugrunde, daß die Liquidität des Marktes abnehmen würde, falls zwei vom selben hoheitlichen Kreditnehmer zu denselben Bedingungen aufgelegte Anleihen vom Markt allein aufgrund unterschiedlicher Denominierungen (Euro und alte nationale Währung) als verschieden und nicht fungibel behandelt würden. Eine solche Ungleichbehandlung hätte keine rechtliche oder rationale Grundlage, sondern würde allein auf psychologischen Faktoren beruhen, wie etwa dem Wunsch bestimmter Anleger nach Schuldtiteln, die auf die alten nationalen Währungseinheiten lauten.

Die Gruppe ist sich einig, daß Liquidität, Transparenz und Effizienz des Markts für staatliche Schuldtitel verbessert würden, wenn alle Anleihen - alte wie neue - sofort ab Beginn der dritten WWU-Stufe in Euro notiert und abgerechnet würden. Abgesehen von den technischen Argumenten zugunsten einer Umstellung würde damit auch das Engagement der Regierungen für den WWU-Prozeß untermauert und die Präcedenzwirkung für andere verstärkt, so daß sich die Position dieser Länder als potentielle Repräsentativemittenten verbessern würde. Wenngleich der Erfolg der WWU hiervon nicht abhängt, ist die Umstellung staatlicher Schuldtitel daher doch höchst wünschenswert und sollte gefördert werden, insbesondere bei intensiv gehandelten Titeln, die nach Ablauf des Übergangszeitraums fällig werden. Bei Industrie-Schuldverschreibungen spricht nach Auffassung der Gruppe allerdings weit weniger für eine Umstellung. Vermutlich würden die Kosten und technischen Probleme die Vorteile überwiegen. Unternehmen dürften ihre Schuldtitel daher kaum umstellen, sondern bereits vor Beginn der dritten WWU-Stufe marktgestützte Lösungen wie Mehrwährungsemissionen (Parallel- und Katamaranschuldverschreibungen) anstreben. Der vorliegende Bericht beschränkt sich daher auf die möglichen Umstellungsansätze für hoheitliche Emittenten.

Grundsätzlich hält es die Gruppe für wünschenswert, daß die Regierungen eine begrenzte Zahl von Umstellungsmethoden anwenden. Allerdings hat die Umstellung zweifellos auch Wettbewerbsfolgen für die Emittenten. Deren endgültige Entscheidung wird daher von Faktoren wie den relativen Kosten verschiedener Umstellungsmethoden sowie davon abhängen, ob die nationalen und internationalen Wertpapierabwicklungssysteme die Änderung bewältigen können.

Wichtiger als die Frage der Methodik ist die rasche und eindeutige Entscheidung über die Umstellung. Marktteilnehmern und Abwicklungssystemen muß genügend Zeit eingeräumt werden, um alle erforderlichen Vorbereitungen zu treffen. Eine verspätete Entscheidung könnte das reibungslose Funktionieren des Marktes gefährden.

1.2 Umstellung: Definition

Der Begriff "Umstellung" bedarf einer näheren Abgrenzung. Vor dem Hintergrund der Euro-Verordnung des Rates bezeichnet "Umstellung" den Wechsel der Einheit, in der ausstehende Schulden bezeichnet werden, von der nationalen Währungseinheit auf die Euro-Einheit. In jeder anderen Hinsicht bleiben die Schulden unverändert. In der Verordnung geht es nicht um eine Änderung des Nominalwerts einer Anleihe (oftmals bezeichnet als Renominalisierung). In gewisser Hinsicht werden alle Schuldverschreibungen ab Beginn der dritten WWU-Stufe *de facto* in Euro umgestellt, da es von diesem Zeitpunkt an nur noch eine Währung, den Euro, geben wird und alle teilnehmenden nationalen Währungseinheiten nur noch Ausdrucksformen des Euro sein werden. Die Währung ist der Euro, sowohl bei einer auf die Währungseinheit eines Teilnehmerlandes lautenden Schuldverschreibung als auch einer auf Euro lautenden Schuldverschreibung. Nach Ablauf der Übergangszeit gelten alle Bezugnahmen auf nationale Währungseinheiten als Bezugnahmen auf die Euro-Einheit entsprechend den jeweiligen Umrechnungskursen (Artikel 14 der Euro-Einführungsverordnung aufgrund von Artikel 109 I Absatz 4 EG-Vertrag). Im vorliegenden Bericht wird der Begriff "Umstellung" für Verfahren verwendet, die Einheit einer Schuld anstelle von nationalen Währungseinheiten in Euro auszudrücken, ohne den wirtschaftlichen Wert der Schuld wesentlich zu berühren. Allerdings führen alle Formen der Umstellung, außer vielleicht die allgeringste, infolge der Rundung zu einer geringfügigen Änderung des wirtschaftlichen Werts.

Im engsten Sinne ist eine Umstellung eine einfache Umrechnung eines in einer Währungseinheit angegebenen Werts in eine andere Währungseinheit unter Anwendung eines bestimmten Umrechnungsfaktors. Eine Schuldverschreibung mit einem Wert von 2000 nationalen Währungseinheiten könnte beispielsweise als Schuldverschreibung mit einem Euro-Wert von 312,600129 Euro ($2000/6,39795$ [Umrechnungsfaktor] = 312,600129) ausgedrückt werden. Die Erhaltung von Werten mit derart vielen Dezimalstellen könnte schwierig und kostspielig sein. Daher wird vorgeschlagen, den umgestellten Betrag auf den nächsten Cent zu runden. Aus den ursprünglich 2000 nationalen Währungseinheiten würden somit 312,60 Euro. Diese Art der Umstellung ist nach der Euro-Einführungsverordnung des Rates auf der Grundlage von Artikel 109 I Absatz 4 EG-Vertrag (insbesondere ihrem Artikel 8 Absatz 4) möglich.

Die Umstellung von Schuldtiteln wird vermutlich dazu führen, daß der Gesamtbetrag der ausstehenden Euro-Schulden keine ganze Zahl bildet. Während umgestellte Schulden mit Euro-Neuemissionen fungibel sein dürften, könnte ihre "krumme" Form für den Handel und die Abrechnung doch Schwierigkeiten bedeuten. Zweifellos werden für Händler und Abwicklungssysteme Kosten entstehen; allerdings sind die internationalen und nationalen Clearingsysteme dafür ausgelegt, jeder von staatlicher Seite beschlossenen Umstellung gerecht zu werden, und die Märkte sind bestens in der Lage, mit "krummen" Posten zu handeln.

Zusätzlich zur Umstellung können die Emittenten auch Renominalisierungsverfahren zur Änderung des Nominalwerts ihrer Schuldverschreibungen auf runde Euro-Werte in Erwägung ziehen. Die Vorteile wären ein homogener Pool von Euro-Schuldverschreibungen, der größere Liquidität böte. Außerdem könnten die Schwierigkeiten, die Titel mit "krummen" Nennwerten im Handel und bei der Abrechnung verursachen würden, vermieden werden. Allerdings würde eine Renominalisierung zu einer Änderung des wirtschaftlichen Werts der Schuldverschreibung führen und daher das Einverständnis der Schuldverschreibungsinhaber und möglicherweise eine Art Ausgleichszahlung erfordern, die sich in steuerlicher Hinsicht und in bezug auf das Wiederanlageisiko auswirken könnte. Außerdem könnte es notwendig sein, neue Anleihezertifikate auszustellen oder die bestehenden zu ändern. In beiden Fällen würden dem Emittenten zusätzlich zu den logistischen Problemen, die eine solche Operation verursachen würde, erhebliche Kosten entstehen. Die Emittenten könnten auch den Umtausch von Titeln anbieten. Solche Umtauschangebote wären allerdings nur erfolgreich, wenn sie mit Anreizen für den Anleger verknüpft wären. Den Vorteilen für die Emittenten - höhere Liquidität und geringere Finanzierungskosten - stünden somit unter Umständen hohe Verwaltungskosten und die Notwendigkeit gegenüber, den Anlegern einen finanziellen Anreiz zur Annahme derartiger Angebote zu bieten.

1.3 Umstellung: Verfahren

Die Umstellungsmethode sollte schnell, leicht umzusetzen, fair und kosteneffizient sein. Um Störungen bei verbundenen Derivativpositionen zu vermeiden, muß die genaueste Umstellungsmethode ermittelt werden. Aufgrund der Rechte der Inhaber, die vom Kreditnehmer nicht einseitig eingeschränkt oder verletzt werden dürfen, sind der Umstellung Kosten- und praktische Grenzen gesetzt. Außerdem sind technische Faktoren zu berücksichtigen, wie etwa die Möglichkeiten der Abwicklungssysteme, Cent-Transaktionen zu verarbeiten. Für die Finanzinstitute bedeutet der Umgang mit einer Vielzahl von Umstellungsmethoden Probleme und hohe Kosten. Sie befürworten einen einheitlichen Umstellungsansatz, der transparent ist und die wenigsten "Nebenwirkungen" hätte.

Die Form der öffentlichen Schuldtitel, die umgestellt werden sollen - z.B. börsennotierte effektive Schuldverschreibungen, Inhaberschuldverschreibungen oder dematerialisierte Schuldverschreibungen - spielt keine wesentliche Rolle für Kosten und Komplexität der Umstellung, da ein tatsächlicher Austausch oder eine tatsächliche Änderung der Schuldverschreibungszertifikate unnötig sein dürften. Ungeachtet der Umstellungsmethode müssen die Anleiheinhaber in jedem Fall von der entsprechenden Änderung unterrichtet werden. Die Entscheidung zur Umstellung trifft der Emittent. Nach Artikel 8 Absatz 4 der Euro-Einführungsverordnung ist die Zustimmung der Anleiheinhaber nicht erforderlich.

Für die Umstellung gibt verschiedene Grundmodelle. Bei allen sind Rundungsfehler möglich. Die Rundungsauswirkungen sind im wesentlichen auf vier Ebenen zu berücksichtigen:

- einzelne Portfolios
- Portfolios auf Finanzinstitutsebene
- Wertpapierverwahrstelle
- Gesamtvolumen der emittierten Wertpapiere.

In der Praxis unterscheiden sich die nachstehend aufgeführten Methoden vor allem durch die Ebene, auf der die Rundungsfehler auftreten. Die Methoden sind:

1.3.1 Umstellung einzelner Schuldverschreibungen oder Bestände - "von unten nach oben"

Diese Methode wird von der Gruppe bevorzugt.

Beim Ansatz "von unten nach oben" sind zwei grundlegende Methoden zu unterscheiden. Die Umstellung kann auf der Ebene der einzelnen Schuldverschreibungen oder der einzelnen Bestände erfolgen. Im wesentlichen werden die Wertpapiere - entweder einzeln oder in jedem einzelnen Kundenportfolio und bei jedem einzelnen Finanzinstitut - unter Anwendung der festen Umrechnungsfaktoren in Euro umgerechnet. Bei der Umrechnung würden die Euro-Beträge auf zwei Dezimalstellen (d.h. auf den nächsten Cent) gerundet. Die Summe aller einzelnen Wertpapiere bzw. Wertpapierbestände würde dann vom Finanzinstitut berechnet und mit dem bei der Wertpapierverwahrstelle unterhaltenen Gesamtbestand abgeglichen. Differenzen zwischen der vom Finanzinstitut berechneten Summe und der von der Wertpapierverwahrstelle ermittelten Summe, die nur einen relativ kleinen Betrag ausmachen dürften, müßten dann durch Anpassungen der Handelskonten der Finanzinstitute, Anpassungen einzelner Bestände (möglicherweise mit Barausgleich) oder durch Anpassungen über eine Korrespondenzbank behoben werden. Durch diese Anpassungen würde gewährleistet, daß die Summe der Einzelbestände dem umgerechneten Bestand bei der Wertpapierverwahrstelle entspricht und das Globalzertifikat nicht geändert wird.

Die Rundungsfehler sind geringer, wenn die Bestände umgerechnet werden, da der maximale Rundungsfehler in diesem Falle einen halben Cent je Bestand im Gegensatz zu einem halben Cent je Schuldverschreibung ausmachen würde. Außerdem bleibt der wirtschaftliche Wert künftiger Kuponzahlungen und der Fälligkeitswert bei der Umstellung auf der Ebene einzelner Bestände genauer erhalten. Die Umstellung auf der Ebene einzelner Schuldverschreibungen führt außerdem zu umso höheren Rundungsfehlern, je geringer der Nominalwert des einzelnen Titels ist. Andererseits muß bei der Umstellung einzelner Schuldverschreibungen nicht die Größe der einzelnen Bestände bekannt sein, die insbesondere bei

Inhaberschuldverschreibungen schwer festzustellen sein könnte. Überdies wird hierbei gewährleistet, daß alle Anleger unabhängig von der Zahl der Schuldverschreibungen in ihrem Bestand anteilmäßig denselben Euro-Wert erhalten.

Ein Vorteil der Methode "von unten nach oben" besteht darin, daß der Wert einer Emission auf der Ebene der Wertpapierverwahrstelle unverändert bleibt und sich die Umstellung somit nicht auf das Emissionsgesamtvolumen auswirken würde. Das Potential für Rundungsfehler wird erheblich eingeschränkt: auf nur noch einen halben Cent je Schuldverschreibung bzw. je Bestand. Die Cash-Flows aus Kuponzahlungen und der Fälligkeitswert einer Anleihe ändern sich bedingt durch die Rundung nur um einen äußerst geringen Betrag (höchstens 1 Cent je Rundung). Eine derartig geringe Differenz ist nicht als wesentlich zu werten. Allerdings lassen sich hierbei Schuldverschreibungen mit "krummen" Nominalwerten in Euro und Cent nicht vermeiden. Dies könnte Schwierigkeiten für den Handel und die Abrechnung verursachen. Es gibt jedoch verschiedene Lösungsmöglichkeiten. Beispielsweise könnte der handelbare Mindestwert auf 1 Cent festgelegt oder zwischen Verkaufsaufträgen (mindestens 1 Cent) und Kaufaufträgen (mindestens 100 Euro) differenziert werden, um "krumme" Beträge allmählich zu beseitigen, indem diese nur außerbörslich gehandelt werden können. Die einfachste und eleganteste Lösung bestünde darin, in Cent zu handeln und abzurechnen, doch würde sich damit der Maximalwert, der in einem Datenfeld geführt werden könnte, um zwei Dezimalstellen vermindern.

1.3.2 Umstellung auf der Grundlage einer festen Mindestdenominierung mit Bar-Ausgleichszahlungen - "von oben nach unten"

Bei der Umstellung "von oben nach unten" wird eine Anleiheemission auf der Grundlage einer Mindestdenominierung, die für die einzelnen Schuldverschreibungen festgelegt wird, umgestellt. Die ursprüngliche Emission wird in verschiedene "Stücke" mit identischen Mindestdenominierungen aufgeteilt. Die Emission wird sodann auf der Ebene dieser "Stücke" unter Anwendung der Umrechnungsfaktoren in Euro umgestellt und auf den nächsten Cent gerundet. Der neue Gesamtwert der Emission wird sodann berechnet, indem die Euro-Mindestdenominierung mit der Zahl der Stücke multipliziert wird. Aufgrund von Rundungsdifferenzen dürfte diese neue Summe von dem Betrag abweichen, der sich bei einer einfachen Umstellung der ursprünglichen Summe in nationaler Währung auf Euro ergeben hätte. Der Differenz wäre durch Ausgleichszahlungen (beispielsweise in bar) Rechnung zu tragen, damit nicht künstlich Wertpapiere geschaffen oder vernichtet werden.

Ein Vorteil der Methode "von oben nach unten" besteht darin, daß durch die Ausgleichszahlungen und die Anpassung der Gesamtzahl der Wertpapiere neue Schuldverschreibungen mit runden Euro-Nominalwerten geschaffen werden können. Allerdings würden durch diese Ausgleichszahlungen entweder der Emittent oder der Anleger einem Wiederanlagerisiko ausgesetzt. Außerdem besteht die Möglichkeit, daß die Bar-

Ausgleichszahlung sowohl beim Emittenten als auch beim Anleger besteuert wird. Allerdings dürfte die Größenordnung von Risiko und Steuer vernachlässigbar sein.

Eine weitere unerwünschte Konsequenz der Ausgleichszahlung bei der Umstellung "von oben nach unten" ist eine geringfügige, aber nicht unerhebliche Veränderung des Cash-Flows aus Zinszahlungen und des Fälligkeitswerts der Schuldverschreibung. Auch wenn diese Änderungen vergleichsweise gering sind, könnten sie doch zu Störungen auf den Derivatmärkten führen. Vor der Umstellung abgeschlossene Sicherungsgeschäfte könnten daher beeinträchtigt werden.

1.3.3 *Umstellung auf der Grundlage fester Mindestdenominierungen ohne Bar-Ausgleichszahlungen - "von oben nach unten"*

Wie bei der vorstehenden Methode wird die ursprüngliche Emission in "Stücke" mit festen Nominalwerten aufgeteilt, unter Anwendung des Umrechnungsfaktors in Euro umgerechnet und auf den nächsten Cent gerundet. Der neue Gesamtwert der Emission wird nach dem gleichen Verfahren berechnet, doch wird keine Ausgleichszahlung geleistet.

Der größte Nachteil dieser Methode besteht darin, daß bei jeder Anleiheumrechnung weitere Rundungsfehler auflaufen. Der Wert der Kundenportfolios könnte sich somit beträchtlich verändern. Dasselbe gilt für den Gesamtwert der Emission. Werten die Anleger die Umrechnung als Eingriff in ihre Rechte, so könnten sie rechtliche Schritte ergreifen. Ohne Ausgleichszahlungen dürften die neuen auf Euro lautenden Schuldverschreibungen überdies "krumme" Euro-Nominalwerte aufweisen, was wiederum Handel und Abrechnung komplizieren würde.

1.3.4 *Umstellung auf der Grundlage des nächsten runden Euro-Nominalbetrags - "arbiträre Umrechnungsmethode"*

Die Stärke dieser Methode besteht darin, daß der wirtschaftliche Wert der Cash-Flows und die Fälligkeitswerte erhalten bleiben und gleichzeitig runde Nominalwerte für die Euro-Schuldverschreibungen entstehen. Hierzu wird der Nominalwert einer Schuldverschreibung auf den nächsten runden Euro-Betrag auf- bzw. abgerundet. Es wird kein Ausgleich gezahlt, doch werden der Kupon und der Rückzahlungskurs angepaßt, um die Veränderung des Nominalwerts auszugleichen und somit sämtliche Cash-Flows zu erhalten. Störungen bei Derivativen dürften damit entfallen.

Ein Nachteil besteht allerdings darin, daß zwischen dem alten und dem umgestellten Kurs keine Kontinuität besteht. Rückzahlungen mit einem Aufgeld könnten für bestimmte Renditeberechnungssysteme ein Problem darstellen. Außerdem könnte Verwirrung entstehen, wenn ähnliche Schuldverschreibungen mit dem gleichen Nennwert notieren. Überdies stellt sich die Frage, ob die Rundung des Nominalwerts einer Anleihe auf den nächsten runden Euro-Wert gegen den Grundsatz verstößt, wonach bei der Umrechnung von nationalen Währungseinheiten in Euro-Einheiten der volle Umrechnungsfaktor anzuwenden ist.

1.3.5 Umstellung auf der Basis "krummer" Posten - "krumme Posten von oben nach unten"

Diese Methode ist eine Variante des Verfahrens "von oben nach unten", bei der Ausgleichszahlungen nicht erforderlich sind. Bei dieser Methode wird der Großteil einer Emission in Euro-Schuldverschreibungen mit runden Nominalwerten umgewandelt. Wie bei der anderen Variante "von oben nach unten" wird die ursprüngliche Emission in "Stücke" aufgeteilt und in Euro umgestellt. Allerdings werden bei diesen Stücken zwei Arten von Nominalwerten geschaffen. Für den Großteil der Stücke wird der Nominalwert so gewählt, daß sich bei der Umstellung der Titel runde Euro-Beträge ergeben. Der Rest der Stücke, der nicht in ganze Euro umgerechnet werden konnte, wird zu Schuldverschreibungen mit "krummen" Euro-Beträgen.

Die Vorteile dieses Ansatzes liegen darin, daß der Großteil einer Emission in runde Euro-Beträge umgerechnet wird, was den Handel erleichtern und die Liquidität erhöhen würde, während keine Änderungen der Handels- oder Abwicklungssysteme und gleichzeitig auch keine Ausgleichszahlungen erforderlich wären. Allerdings würden die Kosten hierbei von jenen getragen, die die "krummen" Anleihen zu verwalten hätten. Diese Schuldverschreibungen wären vermutlich teurer zu handeln und weit weniger liquide. Eine Lösungsmöglichkeit bestünde darin, die "krummen" Schuldverschreibungen "umzuverpacken".

Beispiel eins

"Von unten nach oben"

Eine Emission bestehend aus zehn Schuldverschreibungen mit einem Nominalwert von jeweils 1.000 nationalen Währungseinheiten (NW) wird in drei Bestände aufgeteilt: Bestand "A" mit zwei Schuldverschreibungen (2.000 NW) Bestand "B" mit drei Schuldverschreibungen (3.000 NW) und Bestand "C" mit fünf Schuldverschreibungen (5.000 NW). Die Umrechnung erfolgt auf der Ebene dieser Bestände unter Verwendung eines Umrechnungsfaktors von 1 Euro = 6,39785 NW. Gerundet ergeben sich somit die Bestände: "A" mit 312,61 Euro, "B" mit 468,91 Euro und "C" mit 781,51 Euro. Als Gesamtbetrag der Emission ergibt sich somit ein Betrag von 1.5630,03 Euro bzw. 10.000,03 NW. Bei einer einfachen Umrechnung des ursprünglichen Gesamtbetrags wäre das Ergebnis 1563,02510 Euro gewesen. Der Rundungsfehler ist somit eindeutig sehr gering.

Rechnet man die Emission auf der Grundlage der einzelnen Schuldverschreibungen um, so ergeben sich folgende Bestände: "A" gleich 312,60 Euro (156,30 Euro x 2), "B" gleich 468,90 Euro (156,30 Euro x 3) und "C" gleich 781,50 Euro (156,30 Euro x 5). Alle Bestände haben bei diesem Beispiel einen Cent verloren. Je größer der Bestand, desto größer könnte der Verlust (bzw. Gewinn) sein. Der Gesamtbetrag der Emission beträgt nach der Umrechnung 1563,00 Euro. Die Differenz ist somit nochmal 2,5 Cent größer.

Beispiel zwei

“Von oben nach unten” mit Ausgleichszahlungen

Eine auf nationale Währungseinheiten (“NW”) lautende Emission wird in “Stücke” mit einem Nominalwert von 1 NW aufgeteilt. Diese “Stücke” werden unter Anwendung des Umrechnungsfaktors zu neuen Schuldverschreibungen mit einem Nominalwert von 1 Euro gebündelt. Differenzen in Form von Restbeträgen einer Anleihe werden durch geringe Bargeldzahlungen ausgeglichen (wenngleich ein geringfügiges Wiederanlagerisiko bestünde). Eine Emission von zehn Schuldverschreibungen mit einem Nominalwert von jeweils 1.000 nationalen Währungseinheiten (“NW”) wird somit in 10.000 Stücke von jeweils 1 NW aufgeteilt. Bei einem Umrechnungsfaktor von 1 Euro = 6,39785 NW wird der Bestand in 1.563 Schuldverschreibungen mit einem Nominalwert von jeweils 1 Euro umgestellt. Die Wertdifferenz des Bestands beträgt 2 Cent ($10.000/6,39785=1.563,0251$). Die Emission würde somit von ursprünglich 10 Schuldverschreibungen zu 1.000 NW in 1.563 Schuldverschreibungen zu 1 Euro umgewandelt, wobei die Schuldverschreibungsinhaber eine Zahlung von 2 Cent erhielten.

“Von oben nach unten” ohne Ausgleichszahlungen

Eine Emission von 10 Schuldverschreibungen mit einem Nominalwert von jeweils 1.000 NW wird unter Annahme eines Umrechnungsfaktors von 1 Euro = 6,39785 NW in 10 Schuldverschreibungen zu 156,30 Euro umgerechnet ($1.000/6,39785=156,30251$). Die Emission würde somit von 10 Schuldverschreibungen im Gesamtwert von 10.000 NW auf 10 Schuldverschreibungen im Gesamtwert von 1.563 Euro umgestellt.

“Von oben nach unten” mit “krummen” Posten

Eine Emission von 10 Schuldverschreibungen mit einem Nominalwert von jeweils 1.000 NW wird in 15 Euro-Schuldverschreibungen mit einem runden und eine Euro-Schuldverschreibung mit einem “krummen” Betrag aufgeteilt. Bei einem Umrechnungsfaktor von 1 Euro = 6,39785 NW wird der Bestand in fünfzehn Schuldverschreibungen zu 100 Euro und eine Schuldverschreibung zu 63,03 Euro umgestellt ($10.000\text{ NW}/6,39785=1.563,0251=15 \times 100 + 1 \times 63,03$).

Um den “krummen” Posten zu verkleinern, könnte alternativ ein Nominalwert von 50 Euro gewählt werden, womit sich 31 Schuldverschreibungen zu 50 Euro und eine Schuldverschreibung zu 13,03 Euro ergäben.

Beispiel drei

“Arbiträre Umrechnungsmethode”

Zehn Schuldverschreibungen mit einem Nominalwert von je 1.000 NW und einem Kupon von 5 % werden mit einem Umrechnungsfaktor von 1 Euro = 6,39785 NW auf den nächsten runden Nominalbetrag umgerechnet. Der Nominalwert der einzelnen Schuldverschreibungen wird auf 6 Euro geändert, Kupon und Rückzahlungskurs werden angepaßt:

- Jeder neue Kupon ist gleich $5 \times 6,39785$ geteilt durch 6
- Der neue Rückzahlungskurs ist gleich $100 \times 6,39785$ geteilt durch 6

Wird für jede nationale Denominierung dieselbe arbiträre Zahl verwendet, so würde auf sämtliche Schuldverschreibungen derselbe Umrechnungsfaktor angewandt und der Prozeß somit vereinfacht. Alle Cash-Flows blieben im Rahmen der üblichen Rundungsregeln erhalten.

1.4 *Für umgestellte Schuldtitel geltende Konventionen*

Nach dem Grundsatz der Vertragskontinuität gelten für umgestellte Emissionen prinzipiell die ursprünglichen Konventionen und Regelungen weiter. Dadurch wird gewährleistet, daß die Rechte der Schuldverschreibungsinhaber unverändert bleiben und Cash-Flows sowie bestehende Absicherungspositionen unberührt bleiben. Die in der ursprünglichen Rechtsdokumentation niedergelegten Konditionen blieben in vollem Umfang erhalten. Die Gruppe empfiehlt nachdrücklich, daß die bestehenden Konventionen für umgestellte Schulden und alle ausstehenden Emissionen und Instrumente erhalten bleiben.

Aus Sicht der Märkte ist nicht erforderlich, daß für umgestellte Schulden und neue Euro-Emissionen dieselben Konventionen gelten. Die Fungibilität wäre nicht beeinträchtigt, da die Marktkräfte verschiedene Varianten bewältigen können. Außerdem würde eine Änderung der Konventionen eindeutig nicht in den Anwendungsbereich der Euro-Verordnung des Rates fallen.

1.5 *Umtauschangebote*

Umtauschangebote sind ein Instrument, das Emittenten eine Umstellung, eine Änderung des Nominalwerts (Renominalisierung) und eine Konsolidierung der Schuldtitel zu einer geringeren Zahl größerer Emissionen ermöglicht. Dadurch würde sich die Liquidität erhöhen, und die Finanzierungskosten für die Emittenten würden sinken. Außerdem könnten so die für neue Euro-Emissionen geltenden Marktkonventionen übernommen werden, so daß die Fungibilität zunehmen würde. Umtauschangebote sind freiwillig und würden somit nicht das Einverständnis der Anleiheinhaber voraussetzen. Diese wären überdies nicht verpflichtet, die umgestellten Papiere anzunehmen. Ein Nachteil besteht darin, daß Umtauschangebote nach der Erfahrung der Märkte teuer sind, den Emittenten während des Zeitraums, in dem das Angebot offensteht, dem Marktrisiko aussetzen und dazu führen können, daß der weiterhin ausstehende Teil der ursprünglichen Emission illiquide wird.

1.6 *Marktkonventionen*

Eine stärkere Harmonisierung der Marktkonventionen in Richtung auf optimale Verfahren ist unabhängig von der WWU ein erstrebenswertes Ziel. Die Harmonisierung der Marktkonventionen läßt sich nicht ohne Kosten erreichen; allerdings werden viele dieser Kosten ohnehin mit der Einführung des Euro anfallen, ungeachtet dessen, ob eine Harmonisierung stattfindet. Außerdem könnte die Systementwicklung ohne Harmonisierung teurer werden, da in diesem Fall einer Vielzahl von Konventionen für den Euro Rechnung getragen werden müßte. Da die Kosten der Harmonisierung vorwiegend von den Märkten selbst getragen werden, ist es vollkommen gerechtfertigt, daß diese auch über die Strategie entscheiden. Eine Möglichkeit bestünde darin, zu den derzeit gebräuchlichsten Konventionen überzugehen, doch darf dies nicht zu einer Harmonisierung in Richtung auf ineffiziente oder überholte Konventionen führen. Da die nationalen Märkte verständlicherweise an den eigenen vertrauten System festhalten möchten, wäre eine Harmonisierung auf der Grundlage eines derzeitigen nationalen Standards für jene Länder problematisch, die ihre aktuellen Konventionen aufgeben müßten. Eine Möglichkeit bestünde darin, auf der Grundlage eines derzeitigen internationalen

Standards zu harmonisieren, beispielsweise auf der Basis des Eurodollar-Markts. Die beträchtlichen Anstrengungen, die diesbezüglich von den Marktverbänden bereits unternommen wurden, sowie die jüngste Erklärung zu den Marktkonventionen für den Euro haben deutlich gemacht, daß die Märkte eine Harmonisierung befürworten, wobei das Ziel darin bestehen sollte, optimale Konventionen zu finden, die Effizienz und Transparenz erhöhen.

Es ist nicht schwierig, für neue, auf Euro lautende Verträge, die nach Beginn der dritten Stufe erstellt werden, neue harmonisierte Konventionen gesondert aufzustellen. Allerdings müssen auch die Auswirkungen neuer Konventionen beispielsweise auf die störungsfreie Erfüllung von Verträgen, die auf nationale Währungseinheiten lauten, und auf umgestellte Schuldtitel in Betracht gezogen werden. Werden alte Verträge neuen Konventionen unterworfen, so könnte der ursprünglich beabsichtigte wirtschaftliche Effekt gestört werden. Eine Änderung der Geschäftstage beispielsweise könnte dazu führen, daß eine Position nicht mehr vollkommen abgesichert ist, wenn eine Seite des Sicherungsgeschäfts einen Tag später erfüllt wird als ursprünglich geplant.

Eine stärkere Harmonisierung erfordert Entscheidungen in folgenden Fragen:

1.6.1 Anzahl der für die Zinsberechnung maßgeblichen Tage

Die Regelung für die Berechnung der maßgeblichen Tage ist jene Methode, nach der die Anzahl der Tage für die Berechnung der angefallenen Zinsen bestimmt wird.

Die Methode variiert innerhalb der EU ja nach Finanzzentrum. In manchen Ländern gelten sogar auf den Rentenmärkten andere Regelungen als auf den Geldmärkten.

Auf den Rentenmärkten gelten in der EU derzeit folgende Zinsberechnungsmethoden:		
	Land	Zinsberechnungsmethode
-	Österreich	30/360
-	Belgien	30/360
-	Dänemark	30/360
-	Finnland	30/360
-	Frankreich	Act/Act
-	Deutschland	30/360
-	Griechenland	Act/365
-	Irland	30/360
-	Italien	30/360 + 1 Tag
-	Luxemburg	30/360
-	Niederlande	30/360
-	Portugal	30/360
-	Spanien	Act/Act
-	Schweden	30/360
-	UK	Act/365
-	Eurobonds	30/360

Die Methode 30/360 ist die gebräuchlichste, was allerdings vor allem an der begrenzten Rechenkapazität der Systeme liegt, die zum Zeitpunkt der Entwicklung der Märkte in Betrieb waren. Sie ist somit ein Vermächtnis veralteter Technik und hat bekanntermaßen inhärente Schwächen. Eine Umstellung auf Act/365 bzw. Act/Act wäre mit den modernen Systemen durchaus möglich und würde verschiedene Vorteile mit sich bringen.

Act/Act ist die genaueste Methode zur Ermittlung der Stückzinsen für Anleihen und ist somit die beste praktische Lösung. Außerdem entspräche eine Umstellung auf Act/Act dem Markt für US Treasury Bonds, während die Umstellung auf Act/365 eine Harmonisierung mit dem Markt für japanische Staatsanleihen darstellen würde. Außerdem wurde vor kurzem vorgeschlagen, daß bei Eurobonds, die nach dem 1. Januar 1999 aufgelegt werden, die Act/Act-Methode angewandt wird. Praktisch unterscheiden sich die Methoden Act/365 und Act/Act nur bei der Behandlung von Schaltjahren. Eine Abkehr von 30/360 würde die Transparenz für Anleger und Analysten bei der Bewertung von Euro-Werten gegenüber Dollar- und Yen-Werten verbessern.

Wird für die Geldmärkte die vom EWI vorgeschlagene Methode Act/360 und für den Rentenmarkt der Standard Act/Act beschlossen, so wäre dies kein größeres Problem. Wie gesagt, können auf den beiden Märkten unterschiedliche Konventionen gelten. Bei Pensionsgeschäften beispielsweise wird die Zinsberechnungsmethode, die für die als Sicherheit bereitgestellten Schuldverschreibungen gilt, nur zur Berechnung der Stückzinsen angewandt. Auf das Pensionsgeschäft selbst ist die auf dem Geldmarkt geltende Zinsberechnungsmethode anzuwenden, selbst wenn sie von dem am Rentenmarkt geltenden Verfahren abweicht.

Bei jeder Änderung der Zinsberechnungsmethode müßte der Frage Rechnung getragen werden, wie ausstehende Instrumente zu behandeln sind. Müßte beispielsweise für die "alten" Instrumente weiterhin die "alte" Zinsberechnungsmethode angewandt werden, oder könnte man komplett auf die neue Methode umstellen? Es ist durchaus möglich, daß auf demselben Markt verschiedene Konventionen nebeneinander bestehen. Gelten für Neuemissionen stets die neuen Konventionen, so würden die alten Verfahren mit der Zeit von selbst nicht mehr angewandt. Allerdings müßte gewährleistet sein, daß die Systeme den vorgeschlagenen Änderungen in jedem Fall gerecht werden können.

1.6.2. Kuponfrequenz

Jährliche Kupons sind in der EU die Norm. Nur Italien und das Vereinigte Königreich, zwei der größten und am weitesten entwickelten Rentenmärkte in der EU, sehen halbjährliche Kupons vor. Halbjährliche Kupons würden die Kongruenz der Cash-Flows verbessern und das Kreditrisiko für die Anleger vermindern. Außerdem sind sie die Norm auf den Märkten für amerikanische und japanische Staatstitel. Halbjährliche Kupons wären somit für das Funktionieren des Marktes und insbesondere für Derivative günstig und würden den direkten Vergleich mit den anderen großen Rentenmärkten der Welt erleichtern. Allerdings scheint in dieser Frage kein Konsens zu bestehen. Für die Emittenten wären halbjährliche Kupons mit höheren Kosten verbunden. Auch Privatanleger scheinen jährliche Kupons zu bevorzugen.

1.6.3 Geschäftstage

Die unterschiedlichen Feiertage in den verschiedenen Mitgliedstaaten sind ein Faktor, der sich kurzfristig kaum ändern dürfte und die Verwendung des Euro behindern könnte. Die beste Lösung wäre somit eine Standarddefinition des Geschäftstages. Bei der ECU besteht heute ein ähnliches Problem. Hier erstellt die ECU Banking Association einen Kalender der ECU-Geschäftstage. Seine Berechnung ist kompliziert, auch sind im großen und ganzen Abrechnungen in Ecu nur an Tagen möglich, an denen eine große Zahl von Finanzzentren in der EU geöffnet ist. In der Praxis ist der ECU-Kalender unbeliebt, so daß ein ähnlicher Ansatz beim Euro für den Markt wahrscheinlich nicht akzeptabel wäre.

Eine Möglichkeit bestünde darin, einen Geschäftstag als Tag zu definieren, an dem TARGET und ein geeignetes Abwicklungssystem geöffnet sind. Dies würde die größtmögliche Zahl von Geschäftstagen bieten, da TARGET, wie CEDEL und Euroclear, ganzjährig bis auf zwei Feiertage (Weihnachten und Neujahr) in Betrieb sein soll. Vereinbart werden muß ein gemeinsamer Ansatz, damit möglichst viele Geschäftstage für den Euro zur Verfügung stehen und bei der Abstimmung von Cash-Flows somit maximale Flexibilität ermöglicht wird.

1.6.4 Euro-Abwicklung

Die Abwicklungsfristen auf den verschiedenen Märkten sind innerhalb der EU sehr unterschiedlich. Die übliche IBOR-Awicklung erfolgt am zweiten Geschäftstag nach Abschluß der Transaktion. Dies wäre ein geeigneter Modus für eine Harmonisierung bei Euro-Geldmarkttransaktionen. Wird kein Modus festgelegt, so könnte das reibungslose Funktionieren des Euro-Markts gestört und die Lösung der Geschäftstagfrage erschwert werden.

Der Abwicklungsmodus für international gehandelte Schuldverschreibungen ist gegenwärtig der Abschlußtag plus drei Geschäftstage. Mit der Einführung von taggleichen Brutto-Abrechnungssystemen und angesichts der offensichtlichen Vorteile eines verminderten Abrechnungsrisikos ist ein Übergang zu kürzeren Abwicklungsfristen wahrscheinlich. Allerdings könnte es weniger Störungen verursachen, für den Euro den gegenwärtigen T+3-Standard zumindest kurzfristig beizubehalten.

Der gebräuchteste Modus für die Festlegung des Zeitraumes zwischen der Vereinbarung eines Zinssatzes und dessen Anwendung auf einen Kontrakt beträgt innerhalb der EU zwei Tage. Dies sollte auch für Euro-Kontrakte gelten.

2 Aktienmärkte

2.1. Allgemeines

Generell scheint sich der Euro auf die organisierten Aktienmärkte nicht so stark und unmittelbar auszuwirken wie auf andere Segmente des Finanzmarkts.

Für Emittenten steht vor allem der jeweilige nationale Aktienmarkt im Vordergrund. Der Handel konzentriert sich tendenziell auf den liquidesten Markt und damit generell auf den Inlandsmarkt. Die Entscheidung darüber, an welcher Börse eine Aktie notieren wird, hängt in erster Linie von anderen Variablen als der Denominierungswährung ab (Ort der Hauptaktivität des Emittenten, Gründungsstaat, Börsenzulassungsvorschriften, Organisation des Aktienmarkts).

Durch die Einführung der einheitlichen Währung und den Wegfall des Wechselkursrisikos im Euro-Währungsraum werden sich die bestehenden Beziehungen zwischen den Emittenten und ihren jeweiligen inländischen Börsen zumindest kurzfristig nicht ändern.

Mittelfristig werden die einheitliche Währung und die Umsetzung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie² den Wettbewerb auf den nationalen Börsen verstärken und sich möglicherweise auf die Struktur der Aktienmärkte auswirken.

Nach der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie können ausländische Intermediäre entweder durch physische Präsenz (z.B. über eine Zweigniederlassung) oder durch Fernzugriff aus anderen Mitgliedstaaten auf den nationalen Märkten operieren. Die Voraussetzungen für einen Fernzugriff, d.h. durch elektronischen Geschäftsverkehr, sind bereits gegeben. Durch die Öffnung der nationalen Wertpapiermärkte wird die Liquidität der Märkte zunehmen und könnten die bestehenden Verbindungen zwischen Emittenten und ihrer Heimatbörse sogar verstärkt werden.

Aus technischer Sicht wird die Einführung des Euro bei den Börsen selbst relativ wenig Änderungen erfordern.

Für Börsen, die heute bereits in einem Mehrwährungsumfeld arbeiten können, wird die Umstellung auf den Euro technisch einfach sein.

2.2. *Auswirkungen auf die Funktionsweise der Märkte und die Entscheidungen der Unternehmen*

Infolge der Einführung des Euro werden Märkte und Marktteilnehmer ihre betrieblichen und regulatorischen Verfahren überprüfen und ihre Handels-, Abrechnungs- und Berichtssysteme ändern müssen. Die Unternehmen müssen ihr Aktienkapital umstellen und werden sich folglich mit der Umstellung auseinandersetzen müssen.

Die Einführung des Euro könnte eine Gelegenheit sein, die Marktkonventionen zu harmonisieren. Harmonisierungsvorteile müssten allerdings auch gegen die Kosten aufgewogen werden, die entstehen werden, um den Übergang zu erleichtern.

² Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen (ABl. Nr. L 141 vom 11.06.1993, S. 27).

Bei den Derivativmärkten wird eine gewisse Koordinierung erforderlich sein. Die Börsen müssen gewährleisten, daß im Hinblick auf die nationalen Derivativmärkte ein einheitlicher Ansatz verfolgt wird.

2.2.1. Börsengeschäft

Die Marktteilnehmer werden sich bei ihrer eigenen Umstellungsstrategie an den Börsen orientieren, und die Märkte insgesamt werden mit Blick auf die Börsen über die Umstellungsstrategie für ihre kollektiven Systeme entscheiden.

Die größten europäischen Börsen haben unter Federführung des Europäischen Börsenverbands angekündigt, daß sie mit einem Big Bang vorgehen wollen.

Dies bedeutet, daß an den Börsen ab 4.1.1999 alle Titel in Euro gehandelt und notieren werden.

Diesem Konzept liegen verschiedene Überlegungen zugrunde:

- ein gemeinsames Umstellungsdatum für alle organisierten Märkte (Geldmärkte, Rentenmärkte, Aktienmärkte, Derivativmärkte, reguliert oder außerbörslich) würde den Marktteilnehmern die Möglichkeit geben, ihre eigenen Systeme in dem Wissen zu planen, daß alle Titel in Euro gehandelt werden;
- für viele Börsen spielt hierbei auch eine Rolle, daß sie nicht für den Mehrwährungshandel ausgelegt sind;
- da zwischen dem Nominalwert einer Aktie und dem Kurs, zu dem sie gehandelt wird, keine signifikante Beziehung besteht, gibt es kein stichhaltiges Argument dafür, daß Papiere teilweise in Euro und teilweise in nationalen Währungen notieren und gehandelt werden.

Die grundlegende praktische Annahme ist allerdings, daß bei jedem beliebigen Wertpapier nur eine Währung für Notierungen, Aufträge und Handelsberichte bevorzugt wird.

Allgemeines Einvernehmen scheint darüber zu bestehen, daß eine doppelte Notierung (z.B. ein Kurs in Euro und einer in nationaler Währung) zu vermeiden ist, und zwar aus zahlreichen Gründen:

- rechtliche Erwägungen: an einer Börse entsteht nur ein Kurs;
- die Kosten und Komplikationen, die bei zwei Parallelwährungen für einen Titel entstehen, machen diese Alternative für Börsen und Intermediäre weniger attraktiv;
- Gefahr einer Verwirrung des Publikums.

Der Big-Bang-Ansatz beinhaltet folgendes:

- Notierungen erscheinen auf den Bildschirmen in Euro;

- Transaktionen werden in Euro ausgeführt, erfaßt, abgestimmt, bestätigt und zur Abwicklung übermittelt. Die zwischenbörsliche Abrechnung erfolgt in Euro;
- die Intermediäre müssen die notwendigen Umrechnungen vornehmen, um ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber den Kunden in der von diesen gewünschten Währung nachzukommen.

Festlegungszeitpunkt der Umrechnungskurse:

Die Börsen haben den Wunsch geäußert, die Umrechnungskurse vorzeitig (mindestens einen Monat vor dem Umstellungstermin) zu erfahren. Allerdings werden inzwischen Umstellungspläne vorgelegt, die von einem Fixing am letzten Tag des Jahres 1998 und einer Umstellung am 4. Januar 1999 ausgehen.

Die Kenntnis der Umrechnungskurse scheint für die Erprobung der Systeme nicht unbedingt erforderlich. Tests könnten im voraus unter Anwendung eines Kurses, der möglichst nahe bei den Umrechnungskursen liegt, z.B. unter Anwendung des aktuellen Ecu-Kurses, durchgeführt werden. Wie dem auch sei, einige Börsen könnten einen zusätzlichen Schlußtag (31. Dezember) für die Änderung und Erprobung der Systeme beschließen.

Nicht abgerechnete Aufträge:

Nach dem Big-Bang-Ansatz sind alle in nationaler Währung ausgeführten Transaktionen, die nach dem 1.1.1999 abzurechnen sind, in Euro abzurechnen. Die Umrechnung wird von den Börsen und den Wertpapierabwicklungssystemen vorgenommen.

Nicht ausgeführte Aufträge:

Nicht ausgeführte Aufträge, die sich am letzten Geschäftstag des Jahres 1998 noch in einem zentralen Auftragssystem befinden, sind zu stornieren.

Die Intermediäre müssen diese Aufträge umrechnen und neu erteilen.

Dieser Plan sollte rechtzeitig im voraus bekanntgegeben werden, damit die Intermediäre automatische Umrechnungsverfahren mit ihren Kunden vereinbaren können.

2.2.2. Umstellung

In bezug auf die Aktienmärkte bedeutet Umstellung die Umrechnung des Aktiennennwerts in Euro. Eine solche einfache Umrechnung kann mit einer Änderung des Nominalwerts in einen runden Betrag kombiniert werden und würde in diesem Falle eine Renominalisierung darstellen.

Bei Aktienkapital spricht, im Gegensatz zu anderen Wertpapieren, vor allem dessen Dauerhaftigkeit für eine Umstellung. Bei anderen Wertpapieren kann nicht davon ausgegangen werden, daß die alten Denominierungen wie bei fällig werdenden Schuldtiteln allmählich verschwinden.

Allerdings scheint sich die Umstellung kaum oder gar nicht auf die Marktliquidität und den Marktbetrieb auszuwirken. In der Tat handelt es sich bei Aktien um Anteile am Aktiengesamtkapital. Ihr Nominalwert spielt für den Kurs, zu dem sie gehandelt werden, keine Rolle. Eine Änderung der Währung, auf die ihr Nennwert lautet, braucht sich daher nicht auf den Wert einer Aktie auszuwirken.

- WANN SOLLTE DIE UMSTELLUNG STATTFINDEN?

Die Umstellung ist eine natürliche Konsequenz, die sich aus der Umstellung eines Unternehmens auf den Euro als Rechnungseinheit ergibt. Diese Entscheidung des Unternehmens ist unabhängig vom Übergang einer Börse zum Handel in Euro.

Die Umstellung muß nicht unbedingt zu Beginn der dritten WWU-Stufe stattfinden, da sich die Denominierung des Aktienkapitals weder auf seinen wirtschaftlichen Wert noch die Möglichkeiten der Anleger auswirkt, die Aktien zu handeln.

Die Umstellung kann zu einem beliebigen Zeitpunkt zwischen 1999 und 2002 erfolgen. Wurden bis zum Ablauf des Übergangszeitraums keine Schritte unternommen, so erfolgt die Umstellung automatisch durch Anwendung der Euro-Verordnung, die auf Artikel 109 I Absatz 4 EG-Vertrag basiert.

Um zusätzliche Kosten zu vermeiden, könnte ein Unternehmen, das seine Aktien umstellen will, dies bei der Jahreshauptversammlung beschließen. Ein entsprechender Beschluß könnte bereits vor 1999 getroffen werden, indem der Vorstand ermächtigt wird, das Kapital in einer bestimmten Weise zu ändern (durch Übergang zu Quotenaktien oder eine Kapitalaufstockung).

- WER BESCHLIESST DIE UMSTELLUNG?

Die Entscheidung über die Umstellung ist Sache der Aktionärsversammlung.

In einigen Fällen könnte eine vorherige Änderung der nationalen Rechtsvorschriften erforderlich sein.

In einigen Ländern wäre es tatsächlich notwendig, Quotenaktien zuzulassen oder Gesellschaften die Ausgabe von Euro-Aktien zu ermöglichen (z.B. Schweden) oder auch den zulässigen Mindestaktienwert zu ändern.

- WELCHE GRUNDSÄTZE SOLLTEN BEI DER UMSTELLUNG GELTEN?

Offenbar wird generell anerkannt, daß bei einer Umstellung:

- die Stimmrechte nicht beeinträchtigt werden dürfen
- die Aktieninhaber nicht verpflichtet werden dürfen, einen Teil ihres Bestands zu veräußern.

Um eine Änderung der relativen Preise zu vermeiden, sollte außerdem die Zahl der ausgegebenen Aktien möglichst unverändert bleiben.

- WELCHE MODALITÄTEN GELTEN FÜR DIE UMSTELLUNG?

Ein Unternehmen, das sein Aktienkapital umstellen will, hat im wesentlichen vier Möglichkeiten:

- A) bis auf weiteres Aktien mit einem nicht gerundeten Euro-Nennwert unverändert lassen;
- B) den Aktiennennwert umrechnen und auf den nächsten Cent zu runden;
- C) den Aktiennennwert auf einen runden Euro-Betrag zu ändern und einen einheitlichen Nominalwert herstellen;
- D) zu Quotenaktien übergehen.

Diese Methoden sollten angewandt werden, um eine Inkongruenz zwischen dem umgerechneten Nominalkapital und der Summe der umgerechneten Nennwerte zu vermeiden.

A) Umrechnung des Aktiennennwerts in Euro ohne Rundung auf den nächsten Cent

Bei dieser Methode wird das Aktienkapital mit dem festen Umrechnungskurs (unter Auf- oder Abrundung auf den nächsten Cent) in Euro umgerechnet und dann durch die Zahl der emittierten Aktien dividiert, wobei der Aktiennennwert in Euro ungerundet bleibt.

Bei dieser Methode würde eine Inkongruenz zwischen dem umgerechneten Nominalkapital und der Summe der umgerechneten Nennwerte vermieden. Abgesehen von dem Beschluß der Aktionäre wären auf Seiten des Unternehmens keine weiteren Maßnahmen erforderlich. Die Aktien könnten zu einem späteren Zeitpunkt gerundet werden, beispielsweise wenn das Unternehmen Gratisaktien emittieren will.

Um Rundungsfehler zu vermeiden, sind möglicherweise Aktien mit einem Nennwert mit mehreren Dezimalstellen erforderlich. Auf den ersten Blick scheint dies keine weiteren Folgen zu haben.

Ungerundete Nennwerte könnten in der Praxis allerdings ungeeignet sein, da die Zahl der Dezimalstellen zumindest für Berichtszwecke (d.h. in der Satzung des Unternehmens) eingeschränkt werden muß. Findet eine Rundung statt, so würde dies eine Änderung des Gesamtkapitals bewirken, die weitere Schritte auf Seiten des Unternehmens erfordern würde.

B) Umrechnung des Nennwerts jeder Aktie in Euro und Rundung auf den nächsten Cent

Bei dieser Methode wird der Aktiennennwert durch Anwendung der festen Umrechnungskurse und der in der Verordnung nach Artikel 235 EGV

vorgesehenen Rundungsregeln in Euro umgerechnet; das nominale Aktienkapital ist die Summe der Nennwerte der in Umlauf befindlichen Aktien.

Unternimmt ein Unternehmen bis Ende der Übergangsphase keine besonderen Schritte, so gilt nach dieser Methode der Nominalwert der Aktien als in Euro umgerechnet.

Bei dieser Methode wird sich das nominale Aktienkapital eines Unternehmens um die Summe der Rundungsanpassungen bei jeder einzelnen Aktie nach oben oder unten verändern.

Ein Unternehmen hat zwei Möglichkeiten, diese Inkongruenz zu korrigieren:

- i) Rücklagen in Kapital umzuwandeln, um dieses zu erhöhen oder
- ii) Kapital in Rücklagen umzuwandeln und somit herabzusetzen.

Diese Optionen wirken sich unterschiedlich aus:

Eine Umwandlung von Rücklagen in Kapital könnte für Unternehmen, die nicht über ausreichende freie Rücklagen verfügen, nicht möglich sein.

Eine Herabsetzung des Kapitals könnte nach den nationalen Rechtsvorschriften nicht zulässig sein oder ein besonderes Verfahren erfordern (im Vereinigten Königreich wäre eine gerichtliche Genehmigung erforderlich).

Eine Änderung des Kapitalbetrags könnte für die Aktionäre steuerliche Auswirkungen haben.

Der Umfang der Kapitalerhöhung bzw. -herabsetzung hängt vom Umrechnungskurs sowie dem Nominalwert und der Anzahl der Aktien ab. Bei hohen Auflagen von Aktien mit niedrigem Wert ist die Wirkung erheblicher.

C) Änderung des Aktiennennwerts auf einen runden Euro-Betrag zur Herstellung eines gemeinsamen Nennwerts von 1 Euro (Renominalisierung)

Bei dieser Methode wird das Aktienkapital zum festen Umrechnungskurs (mit Auf- oder Abrundung auf die nächste Einheit) in Euro umgerechnet. Das Aktienkapital wird in Aktien mit einem Nennwert von je 1 Euro aufgeteilt. Um den ursprünglichen Anteil des Aktionärs am Aktienkapital zu erhalten, muß das Euro-Aktienkapital und folglich auch die Zahl der Aktien entsprechend angepaßt werden.

Dies könnte entweder durch eine Kapitalaufstockung oder eine Kapitalherabsetzung erfolgen.

Die Auswirkung auf das Kapital ist hierbei sogar noch erheblicher als bei einer einfachen Umstellung unter Rundung auf den nächsten Cent.

Eine weitere Möglichkeit der Renominalisierung bestünde darin, mit Teilaktien zu handeln und das Aktienkapital unverändert zu lassen.

Der Handel mit Teilaktien wäre mit sehr hohen Kosten verbunden, da die Börsenverfahren geändert werden oder Intermediäre mit Teilaktien handeln müßten, die jeweils ganze Aktien ergeben. Außerdem müßten die Aktionäre bei diesem Verfahren einen Teil ihrer Bestände veräußern.

Durch eine Renominalisierung würde sich die Zahl der von einem Unternehmen ausgegebenen Aktien verändern, womit sich auch der ausgewiesene Aktienkurs ändern würde.

Da der Aktienkurs vom Nominalwert unabhängig ist, scheint in einem EU-weit einheitlichen Nominalwert kein Vorteil zu liegen. Außerdem wäre eine solche Harmonisierung angesichts der Unterschiede bei den Nominalwerten innerhalb Europas schwer zu verwirklichen.

D) Wechsel zu Quotenaktien

Bei Quotenaktien handelt es sich schlicht um einen Teil des Eigenkapitals. Quotenaktien machen die Umstellung auf den Euro sehr leicht. Wird die Satzung einer Gesellschaft dahingehend geändert, daß Quotenaktien möglich sind (Angabe des Aktienkapitals, der Anzahl der ausgegebenen Aktien und des Mindestemissionsbetrags), so sind für die Umrechnung in Euro keine weiteren Maßnahmen erforderlich.

Bei Quotenaktien ist ein physischer Austausch der Aktienzertifikate nicht notwendig. Die Aktienkurse können durch ein einfaches Splitting gesenkt werden; eine Kapitalerhöhung oder -herabsetzung ist unnötig.

Der Wechsel zu Quotenaktien gibt dem Unternehmen die Möglichkeit, kapital- und kostenintensive Maßnahmen zu vermeiden.

Quotenaktien sind nach der Zweiten EG-Richtlinie zum Gesellschaftsrecht³ zulässig. In vielen Ländern sind sie in den nationalen Rechtsvorschriften allerdings noch nicht vorgesehen. Kurzfristig wäre eine Änderung der nationalen Rechtsvorschriften erforderlich, um die Quotenaktienlösung umzusetzen.

- AKTIENZERTIFIKATE

Eine rechtliche Vorschrift, Aktienzertifikate nach einer Umstellung auszutauschen, wäre mit beträchtlicher Arbeit für die Registerbehörden und mit erheblichen Kosten für die Emittenten verbunden.

Erfolgt die Umstellung im Jahr 2002 aufgrund der Euro-Verordnung nach Artikel 109 I Absatz 4 EGV, so müssen die Aktienzertifikate nicht

³ Zweite Richtlinie (77/91/EWG) des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (ABl. Nr. L 26 vom 31.1.1977, S. 1).

ausgetauscht zu werden, sofern die Umstellung durch Anwendung des festen Umrechnungskurses und der in der Verordnung nach Artikel 235 EGV niedergelegten Rundungsregeln erfolgt. Bei einer Renominalisierung hingegen scheint ein Austausch der Aktienzertifikate notwendig, da sich in diesem Fall die Zahl der Aktien ändert.

Die Unternehmen könnten diese Gelegenheit nutzen, um ihre Aktien zu dematerialisieren, sofern dies noch nicht geschehen ist.

BEISPIELE

Bei der Umrechnung des Aktiennennwerts in Euro unter Anwendung des festen Umrechnungsfaktors würde sich ein Euro-Nominalwert mit mehreren Dezimalstellen ergeben. Die nachstehenden Beispiele zeigen, wie sich die verschiedenen Methoden auswirken.

Aktienkapital des Unternehmens: 250.000.000 (ausgedrückt in nationaler Währung "NW")

aufgeteilt in 50.000.000 Aktien mit einem Nennwert von 5 NW

unter Annahme eines Umrechnungskurses von 1,95591

Beispiel 1 : Option A "nicht gerundeter Nennwert"

Aktienkapital in Euro: $250.000.000 / 1,95591 = 127.817.742,13$

Aktiennennwert in Euro: $127.817.742,13 / 50.000.000 = 2,5563548426$

Beispiel 2: Option B "Aktiennennwert gerundet auf den nächsten Cent"

Aktiennennwert in Euro: $5 / 1,95591 = 2,556354842503 \Rightarrow$ (gerundet auf den nächsten Cent) = 2,56

Aktienkapital : $2,56 \times 50.000.000 = 128.000.000$ Euro

Erforderliche Kapitalaufstockung = 182.257,87 Euro

Beispiel 3: Option C "Renominalisierung in Aktien mit einem Nominalwert von 1 Euro"

Aktienkapital: $250.000.000 / 1,95591 = 127.817.742$ (gerundet auf die nächste Einheit)

unterteilt in 127.817.742 Aktien zu 1 Euro

früherer Aktiennennwert 5 NW = 2,56 Euro

i) Option Kapitalerhöhung

Der Aktionär erhält für jede Aktie zu 5 NW 3 Aktien zu 1 Euro

Gesamtaktienkapital = 150.000.000 Euro

erforderliche Kapitalerhöhung: 22.182.258 Euro (17,35 %)

ii) Option Kapitalherabsetzung

Der Aktionär erhält für jede Aktie zu 5 NW 2 Aktien zu 1 Euro:

Gesamtaktienkapital 100.000.000

erforderliche Kapitalherabsetzung: 27.817.742 Euro (21.76%)

Beispiel 4: Option D "Quotenaktien"

Aktienkapital von 250.000.000 NW bestehend aus 50.000.000 Aktien

jede Aktie steht für 1/50.000.000 des Aktienkapitals

nach der Umrechnung:

Aktienkapital = 127.817.742,13 Euro

jede Aktie steht immer noch für 1/50.000.000 des Kapitals.

SCHLUSSFOLGERUNG

Die Umstellung von Aktien ist eine von der Funktionsweise der Märkte unabhängige Unternehmensentscheidung. Eine sofortige Umstellung ist daher nicht erforderlich.

Will ein Unternehmen seine Aktien umstellen, so bieten sich mehrere Lösungen an.

Aufgrund der festen Umrechnungskurse lassen sich Rundungsfehler nicht vermeiden, selbst wenn die Aktiennennwerte mit mehreren Dezimalzahlen ausgedrückt werden.

Auch die Option der Kapitalaufstockung könnte für einige Emittenten attraktiv sein und bei einer vorherigen Genehmigung der Jahreshauptversammlung (entsprechend der Zweiten Gesellschaftsrichtlinie) leicht umzusetzen sein.

Einfachste Lösung wäre ein Wechsel zu Quotenaktien. In Ländern, in denen Quotenaktien noch nicht eingeführt wurden, sollten die notwendigen Rechtsvorschriften sobald wie möglich ausgearbeitet werden.

Vorgeschlagen wurden Rechtsmaßnahmen auf nationaler Ebene, die den Prozeß erleichtern könnten (z.B. Zulassung der Umstellung aufgrund eines Vorstandsbeschlusses).

Eine solche abweichende Regelung könnte jedoch als Zwang für die Aktionäre zur Verwendung des Euro ausgelegt werden und würde somit gegen die Grundsätze der Euro-Verordnung nach Artikel 109 I Absatz 4 EGV verstoßen.

Auch wenn eine Harmonisierung der Umstellungsverfahren aufgrund der großen Zahl von Emittenten und der Unterschiede bei den Aktienwerten schwer zu verwirklichen scheint, hätte sie für die Marktteilnehmer doch beträchtliche Vorteile. Auf der einen Seite ließen sich hierdurch Kosten senken, und auf der anderen Seite würden Klarheit und Transparenz insbesondere für die Anleger zunehmen.

Besondere Aufmerksamkeit sollte hybriden Instrumenten wie Vorzugsaktien und verzinslichen Aktien gelten, da hier der Nominalwert eine größere Rolle spielt und sich in diesem Fall ähnliche Probleme stellen wie bei der Umstellung von Anleihen.

2.2.3. Marktkonventionen

Generell scheint sehr wenig für eine Harmonisierung der Aktienmarktkonventionen zu sprechen. Nach allgemeiner Auffassung der Börsen sollte jedwede Änderung der Marktkonventionen, die nicht wirklich für die Umstellung erforderlich ist, vermieden werden.

Handel mit runden Posten:

Die Größe eines runden Postens kann je nach Aktienkurs unterschiedlich sein. Eine internationale Harmonisierung der Größe von runden Posten scheint kaum vorteilhaft. Die Erhaltung unveränderter Konventionen wird zur Kontinuität beitragen.

Tickgrößen

Für die Titel, die in Euro notiert werden, sollten neue Konventionen festgelegt werden. Dabei könnte geprüft werden, ob eine Standardskala von Tickgrößen, die von allen Börsen angewandt wird, eingeführt werden könnte.

Schwellenwerte

Anstatt einer direkten Umrechnung zu den amtlichen Wechselkursen sollten neue äquivalente Schwellenwerte in geeigneter Höhe festgelegt werden.

Abrechnung

Eine effiziente Abrechnung von Wertpapiergeschäften ist eine Voraussetzung für effiziente Märkte. Die inländischen Abwicklungssysteme sind aufgerufen, ihre Effizienz zu verbessern. So wünschenswert eine Standard-Abrechnungsfrist auch wäre, scheint doch unwahrscheinlich, daß sie sich in naher Zukunft verwirklichen läßt.

In einigen Ländern würde der Übergang zu einer Standard-Abrechnungsfrist (z.B. T+3) umfangreiche Änderungen der heutigen Abrechnungsfristen erfordern. Andere wiederum könnten eine solche Änderung ablehnen, da sie bereits über eine taggleiche Bruttoabrechnung nachdenken.

In dieser Frage sind allerdings weitere Arbeiten erforderlich.

2.3. Sonstige Bereiche

2.3.1. Historische Daten

Einige Börsen bieten im Rahmen ihres Service für die Mitglieder und Kunden historische Kursreihen an. Dabei werden Anpassungen vorgenommen für

Bezugsrechtsemissionen, Emissionen von Gratisaktien, Konsolidierungen und sonstige Unternehmensereignisse, die sich technisch auf den Aktienkurs auswirken.

Es scheint durchaus möglich, die Kontinuität dieser Informationen zu gewährleisten, indem die historischen Kursreihen unter Anwendung der Umrechnungskurse auf Euro umgestellt werden.

Besondere Probleme könnten sich bei der Umstellung historischer Reihen ergeben, die sich auf mehrere Teilnehmerwährungen beziehen.

2.3.2. Aktienmarktindizes

Angeichts des großen Volumens indexgebundener Derivative ist es von großer Bedeutung, daß bei den Indizes keine Brüche oder Störungen entstehen.

Für die Kontinuität der Indizes ist entscheidend, daß die zugrundeliegende Gesellschaftszusammensetzung und der Aktienwert nach der Umstellung unverändert bleiben.

Da der Wert der Aktien nicht von ihrer Denominierung abhängt und die Regelungen für die Änderung der Gesellschaftszusammensetzung auf der relativen Marktkapitalisierung beruhen, müssen bestehende Indizes von einer Änderung der Aktiendenominierung nicht unbedingt berührt werden.

3 Derivatmärkte

Die erfolgreiche Lösung der durch den Beginn der dritten WWU-Stufe aufgeworfenen Fragen in bezug auf den Markt für privat gehandelte Derivative ist unerlässlich, damit ein breiter, liquider, tiefer und transparenter Euro-Markt entstehen kann.

Das Spektrum, das durch Swapgeschäfte und privat gehandelte Derivative abgedeckt wird, ist extrem breit und reicht von Zinssätzen, Währungen, Aktien- und sonstigen Swaps bis hin zu Optionen und anderen Derivativen. Die Fragen, die der Übergang für die Derivatmärkte aufwirft, spiegeln daher die Probleme jener Märkte wider, auf die sie sich beziehen. So sind beispielsweise dieselben Fragen, die sich in Zusammenhang mit öffentlichen und privaten Schuldverschreibungen, den Geldmärkten, Aktienmärkten, Aktienindizes, Devisenmärkten und Futuresmärkten stellen, von unmittelbarer Bedeutung für die entsprechenden Sektoren der börsenfreien Derivatmärkte.

3.1 Merkmale der heutigen Derivatmärkte in der EU

Swapgeschäfte und andere privat gehandelte derivative Finanzgeschäfte werden heute in großem Umfang von Unternehmen, Finanzinstituten, Pensionsfonds, Regierungen, staatlichen Einrichtungen und Investmentfonds als Instrument genutzt, um Währungs-, Zins- und sonstige Finanzrisiken, denen sie bei ihrem Tagesgeschäft ausgesetzt sind, zu steuern. Aufgrund der Größe und Breite der europäischen Derivatmärkte und ihres innovativen Ansatzes zur Vereinfachung komplexer Finanzstrukturen ist Europa bei dieser

Art von Geschäft führend. Die Tatsache, daß die EU ihren Stand als führendes Zentrum für die internationale Finanzgemeinschaft behaupten konnte, ist ihrem lebhaften Derivatemarkt zu verdanken. Daher ist es von zentraler Bedeutung, daß etwaige durch die WWU entstehende Hemmnisse ausgeräumt und problematische Fragen so früh wie möglich gelöst werden, um das Vertrauen zu erhalten und Gewißheit für die Marktteilnehmer zu schaffen.

3.2 Wichtigste Fragen in Zusammenhang mit der Einführung des Euro

Für die Teilnehmer an den Derivatmärkten stellt sich vor allem die Frage der Vertragskontinuität. Aufgrund der komplexen Beschaffenheit und Fälligkeitsstruktur bestimmter Derivative besteht hier mehr als bei allen anderen Arten von Finanzkontrakten die Gefahr, daß ein Wegfall der Geschäftsgrundlage oder die Unmöglichkeit der Leistungserfüllung geltend gemacht wird. Wenngleich die Frage der Vertragskontinuität über den Rahmen dieses Berichts hinausgeht, sei doch darauf hingewiesen, daß die Verabschiedung der beiden Ratsverordnungen zur Einführung des Euro (nach den Artikeln 109 I Absatz 4 und 235 EG-Vertrag) dazu beitragen wird, eine solide Rechtsgrundlage für den Beginn der dritten WWU-Stufe zu gewährleisten.

Wie bereits oben erwähnt, beschränken sich die meisten technischen Fragen, die sich in bezug auf die Derivatmärkte stellen, nicht auf diese Märkte, sondern spiegeln die Probleme wider, die bereits bei den Basismärkten erörtert wurden. Allerdings steht außer Frage, daß alle Maßnahmen zur Lösung der Probleme der Basismärkte mit entsprechenden Maßnahmen für die Derivatmärkte einhergehen müssen. So muß beispielsweise der engen Verbindung zwischen einer Transaktion am Kassamarkt und einem damit verbundenen Absicherungsgeschäft Rechnung getragen werden. Zweifellos darf der Schutz, den ein Absicherungsgeschäft gegen Veränderungen auf dem Basismarkt bietet, durch die WWU nicht beeinträchtigt werden. Ebenso wichtig ist es, daß die Cash-Flow-Kongruenz zwischen dem Absicherungsgeschäft und dem dazugehörigen Kassamarktkontrakt erhalten bleibt: Jede Gefahr einer Cash-Flow-Inkongruenz ist zu vermeiden.

In bezug auf die Auswirkungen der WWU auf Derivative sollten die Märkte daher folgendes gewährleisten:

- Rechtskontinuität sowohl des Basiskontrakts als auch des Absicherungsgeschäftes
- Transparenz und Klarheit der Regelungen für die Berechnung der Zahlungsbeträge und die Bestimmung der Zahltermine und
- Ergänzung der beim Basiskontrakt durch Umrechnung, Umstellung oder Einführung neuer Preisquellen entstehenden Änderungen durch genau abgestimmte Parallelmaßnahmen bei den verbundenen derivativen Geschäften.

3.3 Technische Fragen

Da vielen technischen Fragen, die sich bei den Derivativmärkten stellen, dieselbe Analyse zugrunde liegt wie bei den Kassamärkten, ist dieser Teil des Berichts kurz gefaßt.

3.3.1. Umstellung

Aus Sicht der Derivativmarktteilnehmer wäre jene Umstellungsmethode vorzuziehen, die die größte Genauigkeit gewährleistet. Genauigkeit bei der Umstellung würde dazu beitragen, mögliche Cash-Flow-Inkongruenzen zwischen einer umgestellten Schuldverschreibung und einem bereits vor der Umstellung bestehenden Sicherungsgeschäft in Grenzen zu halten.

Die Umstellungsmethode, die die genauesten Ergebnisse erwarten läßt, ist der Ansatz "von unten nach oben". Dieser dürfte als Mittel zur Begrenzung von Cash-Flow-Inkongruenzen von den Derivativmärkten befürwortet werden.

Eine Umstellung, die ein Umrechnungsangebot beinhaltet, wäre ebenfalls akzeptabel.

Wie bereits ausgeführt, dürfte es kaum einen einheitlichen Umstellungsansatz geben. Allerdings würden die Marktteilnehmer die Zahl der verwendeten Methoden gern auf ein Minimum beschränken. Die zusätzlichen Mittel und Systemänderungen, die zur Bewältigung von mehr als zwei oder drei Umstellungsmethoden erforderlich wären, würden eine unwillkommene und unnötige Belastung darstellen.

Wie gesagt, muß bei jeder Umstellungsmethode gewährleistet sein, daß die Rechte der Inhaber gebührend berücksichtigt werden.

3.3.2. Marktkonventionen

Die Harmonisierung der Marktkonventionen ist ein Ziel, das von den Teilnehmern an den Derivativmärkten, einschließlich der International Swaps and Derivatives Association Inc. ("ISDA"), befürwortet wird. Wenngleich Finanzinstitute, die mit Swaps handeln, wie bereits heute mit unterschiedlichen Konventionen an den Rentenmärkten zurechtkommen könnten, sind die Vorteile harmonisierter Konventionen für den Euro im Hinblick auf die Schaffung eines breiten, liquiden und transparenten Markts ebenso eindeutig wie die Schwierigkeiten, die sich bei weiterhin unterschiedlichen Ansätzen ergäben: Diese würden den Spielraum für Unstimmigkeiten und Rechtsstreitigkeiten vergrößern.

Die Ausführungen in Abschnitt 1.4 dieses Berichts zur möglichen Anwendung neuer Konventionen auf umgestellte Schuldtitel sind für die Derivativmärkte von besonderer Bedeutung. Um Inkongruenzen zwischen den für umgestellte Schuldverschreibungen und den für bereits bestehende Sicherungsgeschäfte geltenden Konventionen zu vermeiden, sollten für Schuldverschreibungen die alten nationalen Konventionen weitergelten.

Eine Möglichkeit, neue Konventionen auf umgestellte Schuldtitel anzuwenden, mögliche Störungen dabei aber auf ein Minimum zu

beschränken, besteht darin, entsprechende Bestimmungen in die Schuldverschreibungskonditionen ausdrücklich aufzunehmen. Bei Schuldverschreibungen, die in nationalen Währungen emittiert werden, könnte bereits vor Beginn der dritten WWU-Stufe für ausreichende vertragliche Flexibilität gesorgt werden, die eine Umstellung und Anpassung der geltenden Konventionen ermöglicht. Dies setzt natürlich voraus, daß bei verbundenen Sicherungsgeschäften dieselbe Flexibilität in bezug auf die Konditionen, die jener der Basisschuldverschreibung genau entsprechen müssen, gewährleistet ist.

Eine andere Art und Weise, die Kohärenz zwischen umgestellten Schuldtiteln und Sicherungsgeschäften zu erhalten, bestünde darin, die Umstellung über Umtauschangebote vorzunehmen. Werden bestehende Schuldverschreibungen in nationaler Währung gegen Euro-Schuldverschreibungen umgetauscht, für die neue Konventionen gelten, so könnten die damit verbundenen Swapgeschäfte gleichzeitig ausgetauscht werden.

Spezielle Empfehlungen für harmonisierte Marktkonventionen enthält eine gemeinsame Erklärung, die unter anderem von der ISDA veröffentlicht wurde. Die Empfehlungen der ISDA, die diesem Bericht entsprechen, basieren auf Konsultationen ihrer Mitgliedsinstitute und sonstiger Betroffener.

3.3.3 Referenzkurse

Wie sich die WWU generell auf Referenzkurse auswirkt, wird nachstehend gesondert erläutert. Derivative Finanzgeschäfte beruhen auf veröffentlichten Referenzkursen. Dieses Thema ist daher für die Derivatmärkte von besonderem Interesse.

Normalerweise bezieht sich ein Zinsswap-Dokument, das den ISDA-Standard verwendet, auf einen an einem Bildschirm angezeigten Kurs oder Zinssatz. So könnte die variabel verzinsliche Komponente eines Swapgeschäfts die Zahlung eines Betrags unter Verweis auf den LIBOR für den französischen Franc auf Telerate Seite 3740 um 11:00 Londoner Zeit an einem bestimmten Tag vorsehen. Würde der LIBOR für den französischen Franc aufgrund der WWU nicht mehr auf Telerate Seite 3740 angezeigt, so könnte die entsprechende Berechnung nach den ISDA-Definitionen von 1991 auch unter Bezugnahme auf einen Zinssatz erfolgen, der auf einer anderen Bildschirmseite angezeigt wird, sofern auf dieser Seite ein vergleichbarer Zinssatz angezeigt wird und sie einen Ersatz für Seite 3740 darstellt. Anderenfalls müßte die Rechenstelle für die entsprechende Transaktion Notierungen von mehreren Referenzbanken erfragen.

Bei Transaktionen mit teilnehmenden nationalen Währungseinheiten, die nach den ISDA-Definitionen dokumentiert sind, ist daher von großer Bedeutung, wie sich die Referenzkurse beim Übergang zum Euro genau verändern bzw. entwickeln werden. Damit bei diesen Transaktionen Kontinuität gewährleistet werden kann, müssen die aktuellen Referenzkursträger so rasch wie möglich entsprechende Entscheidungen treffen und veröffentlichen. Sobald bekannt ist, wie die Träger vorgehen wollen, können die Screen-Anbieter gegebenenfalls

zusammen mit ihren Kunden geeignete Ersatzbildschirmanzeigen entwickeln, so daß die Systeme und Dokumentationen entsprechend angepaßt werden können.

4. Sonstige Aspekte

4.1 Referenzkurse

Mit der Einführung des Euro könnten einige oder alle Referenzkurse für die teilnehmenden nationalen Währungseinheiten entfallen oder möglicherweise durch Euro-Kurse ersetzt werden. Außerdem ist es denkbar, daß einige nationale Referenzkurspanels nicht mehr weiterbestehen. Sie könnten ebenfalls durch Panels für den Euro-Währungsraum abgelöst werden. Referenzkurse bilden eine zentrale Komponente vieler Finanzkontrakte. In welcher Weise sie genau zum Tragen kommen, hängt vom jeweiligen Instrument ab. Die möglichen Entwicklungen in diesem Bereich werfen daher Rechts- und Systemfragen auf, denen man sich dringend zuwenden muß. Entfallen oder ändern sich Referenzkurse, so müssen die Marktteilnehmer genügend Vorbereitungszeit haben, um die Kontinuität der Verträge zu gewährleisten.

Die Referenzkursträger müssen daher möglichst bald bekanntgeben, welche nationalen Referenzkurse nach Beginn der dritten WWU-Stufe weitergeführt werden und wie sie sich zusammensetzen sollen. Außerdem muß klargestellt werden, welche neuen Euro-Referenzkurse entstehen sollen.

Die Einführung des Euro kann sich in zweierlei Weise auf die Referenzkurse auswirken. So könnte ein bestimmter Referenzkurs wegfallen. Das Panel, das den früheren nationalen Referenzkurs erstellte, könnte beschließen, keinen Euro-Ersatzkurs anzubieten. So könnte beispielsweise der variable Zinssatz eines Swapgeschäfts derzeit unter Bezugnahme auf den FRF-PIBOR ermittelt werden. Wird weiterhin ein FRF-Kurs angegeben, wenn der FRF durch den Euro ersetzt wird, und werden die PIBOR-Banken weiterhin einen Kurs anzeigen, aber dann für den Euro?

Nach dem Grundsatz der Vertragskontinuität müßten die bestehenden Referenzkurse erhalten bleiben. Auch in der vorgeschlagenen Euro-Einführungsverordnung des Rates aufgrund von Artikel 109I Absatz 4 EG-Vertrag heißt es: "Handlungen, die aufgrund von Rechtsinstrumenten erfolgen, in denen die Verwendung einer nationalen Währungseinheit vorgeschrieben wird, werden in dieser nationalen Währungseinheit ausgeführt." Andererseits ist die Verwendung des Euro auch nicht untersagt, und es steht außer Frage, daß die Geldmärkte bei Beginn der dritten WWU-Stufe zum Euro übergehen werden. Außerdem wird es nur noch eine Währung, den Euro, geben. Im Ergebnis scheint es daher sinnvoll, daß die Panels keine Kurse für nationale Währungen mehr anzeigen und zu Euro-Kursen übergehen.

Letztlich liegt die Entscheidung, ob zu Euro-Kursen übergegangen wird, bei den Referenzkursträgern. In vielen Fällen sind dies die Zentralbanken, doch werden manche Kurse auch von Verbänden wie der BBA beim LIBOR sowie von GBA/ZKA beim FIBOR gesponsort. Grunderfordernis - unabhängig davon, wer den Referenzkurs veröffentlicht - ist eine baldige, transparente Entscheidung. Werden die Referenzkurse

geändert, so brauchen die Screen-Anbieter Zeit, um eine Präsentationsform für die neuen Kurse vorzuschlagen und sich mit den Kunden auf neue Formate zu einigen.

Die Referenzkursträger könnten beschließen, keine Kurse mehr anzuzeigen, weder in nationaler Währung noch in Euro. Einige nationale Panels werden vermutlich aufgelöst und neue errichtet, die Kurse für den gesamten Euro-Währungsraum oder einen Teil hiervon anbieten. Eine entsprechende Initiative namens EURIBOR wurde bereits vorgeschlagen. Um Vertrauen in einen neuen Referenzkurs für den Euro-Währungsraum zu gewährleisten, muß die Methodik für die Auswahl des Panels, das den Zinssatz/Kurs bestimmt, transparent und glaubwürdig sein. Während es eindeutig eine Wettbewerbsfrage ist, ob ein Euro-Referenzkurs oder mehrere vorliegen sollten, und derzeit ebenfalls konkurrierende Quellen für bestimmte Referenzkurse existieren, kann nicht automatisch davon ausgegangen werden, daß jeder nationale Referenzkurs durch einen entsprechenden Referenzwert für den Euro-Währungsraum abgelöst wird.

In Bezug auf veröffentlichte Referenzkurse sind bei Wegfall von Panels mehrere Fälle denkbar. Der Screen-Anbieter könnte den Benutzer auf einen Euro-Ersatzkurs verweisen, der auf einem anderen Bildschirm angezeigt wird. Die bestehende Referenzanzeige könnte geändert werden und einen Referenzkurs für den Euro-Währungsraum, wie z.B. den EURIBOR, aufnehmen. Die Bildschirme könnten weiterhin die alten nationalen Bezeichnungen (z.B. PIBOR) anzeigen, wobei es sich aber in Wirklichkeit um Euro-Sätze handeln würde, die von einem neuen Panel veröffentlicht werden. Welcher Lösungsweg auch gewählt wird: Grunderfordernis ist auch hier eine frühzeitige Entscheidung. Die Screen-Anbieter stehen vor einer großen Herausforderung. Möglicherweise müssen sie zusätzliche Bildschirmseiten anbieten, da eine Umstellung von Kursen in nationaler Währung auf Euro eine Änderung der Marktkonventionen beinhalten könnte. So werden die Geldmarktsätze für den Belgischen Franc beispielsweise zur Zeit auf der Basis Act/365 notiert, während für den Euro höchstwahrscheinlich die Konvention Act/360 gelten wird. Sollen für bestehende Verträge die bestehenden Konventionen gelten, so müssen die Screen-Anbieter für Notierungen sowohl auf der Grundlage der für die alten nationalen Währungseinheiten als auch der für den Euro geltenden Marktkonventionen sorgen.

4.2 Emissionsverfahren

Befürchtet wird, daß das Nebeneinander von nationalen und von der EZB emittierten Schuldverschreibungen im selben Kurvenabschnitt zu verwirrenden geldpolitischen Signalen für den Markt führen könnte. Dies könnte vor allem in den Frühphasen des Übergangs zum Euro gefährlich sein, da die Lernkurve in dieser Zeit besonders steil verläuft. Durch eine stärkere Koordinierung - auf formeller oder informeller Ebene - zwischen den staatlichen Emittenten könnten sich Liquidität, Transparenz und Berechenbarkeit der Märkte verbessern. Vorteilhaft wäre auch die Bekanntgabe von Auktionskalendern. Im Gegensatz hierzu wird von den Emittenten und einigen Marktteilnehmern allerdings die Auffassung vertreten, daß bei der Emissionspolitik freier Wettbewerb herrschen sollte und diese von der Geldpolitik getrennt zu halten ist.

Die Währungsunion erfordert keine Harmonisierung der Syndizierungs- und Tendersverfahren. Allerdings wird die Einführung des Euro deutlich machen, daß ein

wirklicher Binnenmarkt in diesem Bereich noch durch regulatorische Hemmnisse verhindert wird. Die Einführung des Euro sollte als Gelegenheit genutzt werden, die Vorschrift abzuschaffen, wonach Primärhändler im Land des Emittenten ansässig sein müssen. Regulatorische Bestimmungen, mit denen institutionelle Anleger wie Versicherungsgesellschaften verpflichtet werden, ihr Vermögen in bestimmten Staatstiteln und Titeln in nationaler Währung anzulegen, werden sich im Euro-Währungsraum nicht mehr mit dem Fremdwährungsrisiko begründen lassen.

4.3 Ratings: Staatstitel

Von mancher Seite wird behauptet, daß die Teilnahme am Euro-Währungsraum in einigen Fällen zu einer Anpassung von Länder-Ratings führen könnte. Dem liegt die Argumentation zugrunde, daß auf Euro lautende Schuldtitel als Fremdwährungsschulden zu behandeln sind, da die einzelnen Länder ihre Euro-Schuldtitel aufgrund der Übertragung der monetären Souveränität auf die EZB nicht monetarisieren können. Außerdem wird argumentiert, daß es eine gewisse Unsicherheit in bezug auf die Effizienz der fiskalpolitischen Vorschriften für die dritte WWU-Stufe gäbe.

Dagegengehalten wird, daß eine Teilnahme an der WWU die Fiskalpolitik in bezug auf Disziplin und Glaubhaftigkeit stärken wird. Es scheint daher unlogisch, daß für die Emission von Schuldtiteln in nationaler Währung die Bonität eines Landes, das die Vertragskriterien erfüllt, letztlich niedriger eingestuft werden könnte als die Bonität eines "Pre-In"-Landes, das die notwendigen fiskalpolitischen Anpassungen noch nicht abgeschlossen hat. Anzumerken ist auch, daß den Mitgliedstaaten auch heute schon keine monetäre Finanzierung ihrer Schulden möglich ist. Ein weiterer wichtiger Faktor ist die Tatsache, daß die teilnehmenden Mitgliedstaaten weiterhin Steuern einheben können. Die Fiskalpolitik bleibt fest in nationaler Hand. Eine "übergeordnete" Steuerbehörde wird es im Euro-Währungsraum nicht geben. Dies wird bei Vergleichen mit Bundesstaaten wie den USA oder Kanada oft übersehen.

Die Kosten der Kreditaufnahme dürften sich für ein einzelnes Land durch eine geringfügige Anpassung seines Ratings angesichts der Bedeutung anderer Faktoren, wie der Liquidität und Effizienz des Primärhändlersystems, kaum signifikant ändern.

4.4 Ratings: Industrieschuldtitel

Die EU wird vermutlich über ein AAA-Rating verfügen, sodaß das Rating von Unternehmen nicht mehr potentiell durch das Rating des Landes, in dem es ansässig ist, vermindert wird. Generell dürften sich die Ratings der Unternehmen aufgrund der WWU jedoch kaum signifikant ändern. Im großen und ganzen dürfte sich die WWU positiv auf die Ratings der Unternehmen auswirken, da die wichtigsten Vorteile der einheitlichen Währung direkt dem Unternehmenssektor zugute kommen werden. Mit der Zeit könnten Investoren zur Diversifizierung ihrer Portfolios auch Schuldverschreibungen von Unternehmen erwerben, die in anderen Teilnehmerländern ansässig sind. Dadurch wird die bonitätsmäßige Einstufung auf einem größeren Markt, auf dem Firmennamen möglicherweise wenig bekannt sind, immer wichtiger.

Der Vorschlag des EWI, Schuldtitel nichthoheitlicher Kreditnehmer teilweise aufgrund der entsprechenden bonitätsmäßigen Einstufung als refinanzierungsfähige

Sicherheiten für die Offenmarktgeschäfte der EZB zuzulassen, wirft die Frage auf, wie für kohärente Ratings im gesamten Euro-Währungsraum gesorgt werden kann.

4.5 Benchmark

Als Benchmark (Richtwert) für Emissionen in nationalen Währungen gelten jeweils die Schuldemissionen des entsprechenden Staates, da dieser aus Sicht des Marktes der beste Garant für eine risikofreie Rendite ist. Beim Euro wird ein solcher Ansatz nicht möglich sein, da kein Land die vollständige Kontrolle über den Euro ausübt. In absehbarer Zukunft wird es keinen Emittenten mit entsprechendem Status für den Euro-Währungsraum geben (d.h. keinen "zentralen" Schuldemittenten). Vor diesem Hintergrund müssen andere repräsentative Emittenten gefunden werden⁴.

Zwar ist ein den ganzen Euro-Währungsraum umfassender offizieller Emissionskalender zur Zeit nicht geplant, doch dürfte in der WWU eine informelle Koordinierung wichtiger hoheitlicher Emissionen stattfinden. Potentielle Repräsentativemittenten werden Neuemissionskalender mit rechtzeitig im voraus geplanten regelmäßigen Emissionen vorlegen müssen, um die Unterstützung der Märkte zu erhalten. Dies könnte dazu führen, daß einige Länder Änderungen einführen, um die bestehenden Emissionsverfahren effizienter zu gestalten. Das Ausmaß der Veränderungen wird davon abhängen, inwiefern solche Merkmale als wesentlich für den Repräsentativstatus betrachtet werden.

Wohlgemerkt könnten supranationale Emittenten mit AAA-Rating und ausreichendem Emissionsvolumen mit hoheitlichen Emittenten um den Repräsentativstatus konkurrieren. Die EIB hat ihre Absichten in dieser Hinsicht wiederholt bekundet. Es mag unwahrscheinlich sein, daß ein einzelner supranationaler Emittent der einzige repräsentative Emittent für den Euro werden könnte, doch ist durchaus denkbar, daß - falls mehrere Emittenten für bestimmte Teile des Laufzeitspektrums repräsentativ sind (beispielsweise aufgrund mangelnder Emissionstätigkeit einiger Mitgliedstaaten in bestimmten Laufzeitbereichen) - einer oder mehrere dieser Emittenten keine hoheitlichen Kreditnehmer sind.

4.6 Pensionsgeschäfte

Das EWI hat seine Vorschläge für den offiziellen Markt für Wertpapierpensionsgeschäfte dargelegt.⁵ Ziel ist es, ein einheitliches Instrument zu schaffen, das in allen am Euro-Währungsraum teilnehmenden Länder den gleichen Wirtschaftseffekt erzielt.

Die zulassungsfähigen Geschäftspartner werden nach einheitlichen Kriterien ausgewählt. Das genaue Verfahren ist noch festzulegen. In bezug auf die refinanzierungsfähigen Sicherheiten ist ein zweistufiges System geplant. Zur

⁴ Bei der ECU stellt sich ein ähnliches Problem. Als Lösung wurden hier verschiedene hoheitliche Emittenten (UK und Frankreich) mit einem AAA-Rating bei bestimmten Fristigkeiten zugrunde gelegt, wobei vor allem auf die Liquidität der einzelnen Emissionen abgestellt wurde.

⁵ Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Festlegung des Handlungsrahmens, Januar 1997.

Kategorie I gehören die Sicherheiten, die jene Zulassungskriterien erfüllen, die von der EZB für den gesamten Euro-Währungsraum festgelegt worden sind. Darüber hinaus können die nationalen Zentralbanken andere Sicherheiten für die Kategorie II als zentralbankfähig anerkennen, die für ihre nationalen Finanzmärkte von besonderer Bedeutung sind. Wenngleich die refinanzierungsfähigen Sicherheiten der Kategorie II von den einzelnen nationalen Zentralbanken ausgewählt werden, werden sie im gesamten Euro-Währungsraum, nicht nur im Land der entsprechenden nationalen Zentralbank, refinanzierungsfähig sein.

Die Marktteilnehmer legen vor allem darauf Wert, daß ein übermäßig aggressiver Einsatz von festen Abschlüssen/Sicherheitsabschlüssen am offiziellen Repo-Markt vermieden wird, da dieser die Entwicklung der Märkte unnötig einschränken würde. Die Einschlußregelungen beim ESZB-Finanzierungsgeschäft sind für die Effizienz der Kapitalmärkte von größter Bedeutung, und zwar vor allem aus drei Gründen:

- je effizienter die Einschlußregelungen, desto größer die Transparenz der Geldmarktsätze als geldpolitische Signale,
- effizientere Einschlußregelungen geben Instituten, die in großem Umfang auf Zentralbankliquidität vertrauen, die Möglichkeit, ihre Bilanz und ihr Arbeitskapital erheblich effizienter zu verwalten,
- das ESZB wird mit seinen eigenen Verfahren zwangsläufig Standards für die gesamten europäischen Kapitalmärkte setzen. Die Einführung ineffizienter Verfahren würde unweigerlich einen weniger effizienten europäischen Kapitalmarkt bedeuten.

Einschlußzahlungen dienen dazu, die Geschäftspartner während der gesamten Laufzeit einer Transaktion in vollem Umfang abzusichern. Der Kreditgeber hält somit stets Sicherheiten in Höhe des Kredits. Der Kreditnehmer hinterlegt Sicherheiten, die den Wert des Kredits zu keinem Zeitpunkt übersteigen. Dieses allgemeine Ziel wird durch eine tägliche symmetrische Bewertung der Sicherheit mit dem Marktpreis erreicht. Ist der Wert der Sicherheit gesunken, so muß der Kreditnehmer zusätzliche Sicherheiten hinterlegen, damit der Kreditgeber weiterhin in vollem Umfang abgesichert ist. Steigt der Wert der Sicherheit, so kann der Kreditnehmer vom Kreditgeber die Rückgabe eines Teils der Sicherheit verlangen. Diese zurückgegebene Sicherheit könnte dann beispielsweise dazu verwendet werden, zusätzliche Sicherheiten für einen anderen Geschäftspartner bereitzustellen, mit dem der Kreditnehmer ein Ausgleichsgeschäft abgeschlossen hat.

Zur Zeit sind zwei Arten von Einschüssen üblich: feste Abschlüsse und Nachschüsse. Die Höhe der festen Abschlüsse sollte vor allem aufgrund der bonitätsmäßigen Einstufung des Geschäftspartners und der Laufzeit des Pensionsgeschäfts festgelegt werden (denn je länger die Laufzeit, desto größer das Ausfallrisiko). Das Marktrisiko, das nicht vom Käufer, sondern vom ursprünglichen Eigentümer der Wertpapiere getragen wird, sollte in vollem Umfang durch Nachschüsse abgedeckt werden. Auf den Repo-Märkten gelten feste Abschlüsse generell als ein Relikt der Vergangenheit und werden abgelehnt, da Nachschüsse auf der Basis einer täglichen symmetrischen Bewertung mit dem Marktpreis weit effizienter sind. Unterschiede im Kreditrisiko kommen im Repo-Satz zum Ausdruck, d.h. in der Rendite des Bargeldanbieters. Führt die EZB ihre Wertpapierpensionsgeschäfte allerdings auf der Grundlage eines

einheitlichen Repo-Satzes durch, so könnten Unterschiede in der bonitätsmäßigen Einstufung hoheitlicher Kreditnehmer nicht im Repo-Satz zum Ausdruck kommen, so daß ihnen durch unterschiedliche feste Abschläge Rechnung getragen werden müßte. Werden diese Unterschiede ignoriert, so besteht die Gefahr, daß die Geschäftspartner tendenziell die billigstmögliche Sicherheit stellen.

Beispiele für Nachschüsse bei Pensionsgeschäften

- Eine Zentralbank leiht einem Geschäftspartner 100 Mio. ECU und erhält dafür französische OAT 10 % 26. Feb. 2001. Wertstellungstag ist der 24. Februar 1999. Die Anleihe notiert am Kassamarkt mit 119,10. Die Stückzinsen betragen 9,946 Punkte (364 Tage), womit sich ein Gesamtpreis von 129,046 ergibt. Der Pensionsgeschäftspartner müßte somit 77,492 Mio. an OAT 10 % 26. Feb. 2001 liefern, damit die Zentralbank in vollem Umfang abgesichert wäre.

Zwei Tage später wird der Kupon (7.749.200 ECU) ausgezahlt, der nach den Konditionen des Pensionsgeschäfts von der Zentralbank an den Repo-Geschäftspartner als Dividende auszuzahlen ist. Würden keine zusätzlichen Sicherheiten bereitgestellt, so wäre die Zentralbank nun mit fast 10 % "untersichert".

- Der Kurs einer Anleihe könnte beispielsweise im Laufe von 10 Geschäftstagen um 10 Punkte fallen. Ist der Geschäftspartner nicht verpflichtet, die Sicherheit aufzustocken, wäre die Zentralbank rasch "untersichert".
- Ein Pensionsgeschäftspartner leiht Sicherheiten in Höhe von 100 Mio. ECU an eine Zentralbank und erhält dafür Bargeld. Am Markt wird dann in den folgenden 10 Tagen ein allgemeiner Kursanstieg verzeichnet. Der Wert der Sicherheiten steigt auf 110 Mio. ECU. Unterhält der Geschäftspartner eine Gegenposition, müssen 10 Mio. ECU als zusätzliche Sicherheit bereitgestellt werden.

Um unnötige Transaktionsrisiken zu vermeiden, einigen sich die Geschäftspartner üblicherweise auf einen Einschußschwellenwert. Unterhalb dieses Werts haben marktbedingte Schwankungen im Wert der Sicherheit keine Nachschüsse zur Folge.

Das vorstehende Beispiel zeigt, wie wichtig symmetrische Nachschüsse sind, selbst wenn der Kreditgeber über die höchstmögliche Bonität verfügt und das Ausfallrisiko gleich Null ist. Symmetrische Einschüsse sind aus zwei Gründen von zentraler Bedeutung:

- Asymmetrische Einschüsse verzerren die Wirtschaftlichkeit der Transaktion zugunsten des Kreditgebers. Dadurch würden auch die Geldmarktsätze verzerrt und die Transparenz vermindert.
- Asymmetrische Einschüsse erhöhen das Kreditrisiko für den Kreditnehmer (wie das dritte Beispiel oben zeigt). Die meisten Marktteilnehmer unterhalten in ihren Wertpapierportfolios geschlossene Positionen. Asymmetrische Sicherheitsengagements erhöhen die Volatilität der Cash-Flows und somit auch das Ausfallrisiko.

In bestimmten Fällen wird das Risiko in bezug auf die Basissicherheit durch eine symmetrische Bewertung mit dem Marktpreis nicht signifikant vermindert. Dies ist typischerweise der Fall, wenn verlässliche Preise für die Sicherheit fehlen, beispielsweise wenn diese nicht aktiv an einem liquiden Markt gehandelt wird. Dies könnte bei manchen Sicherheiten der Kategorie II der Fall sein. Unter diesen Umständen wären die weniger effizienten festen Abschläge in Verbindung mit einer symmetrischen Bewertung zum Marktpreis möglicherweise eine zufriedenstellende Lösung.

4.7 Mindestreserveverpflichtungen

Das EWI hat Einzelheiten zum möglichen Einsatz von Mindestreservevorschriften als geldpolitisches Instrument veröffentlicht. Diese Vorbereitungsarbeiten des EWI sind im EG-Vertrag vorgeschrieben, doch wird die Entscheidung über den Einsatz von Mindestreserveverpflichtungen von der EZB getroffen werden. Die Wirksamkeit von

Mindestreservevorschriften geht über den Rahmen dieses Berichts hinaus; allerdings ist auf die erheblichen Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich der Auswirkungen von Mindestreserveverpflichtungen hinzuweisen.

Diese Bedenken beziehen sich vor allem auf die zusätzlichen Kosten, die Mindestreserveverpflichtungen bei bestimmten Finanztransaktionen in Euro bedeuten würden. Es besteht die Gefahr, daß sich das Geschäft von den neuen Euro-Märkten in Offshore-Zentren verlagert. Diese Befürchtungen gründen sich vor allem auf die diesbezüglichen Erfahrungen mit der Wirkung von Derivativen: So waren die Mindestreserven beispielsweise ein Grund, weswegen sich DEM-Geldmarktgeschäfte und DEM- Pensionsgeschäfte von Deutschland in andere Länder verlagerten. Das Finanzgeschäft ist von Natur aus sehr mobil. Die Teilnehmer an den Finanzmärkten können ihr Geschäft rasch umstrukturieren, um zusätzliche Kosten zu vermeiden. Täten sie dies nicht, wären sie wettbewerbsmäßig im Nachteil.

Unter den Marktteilnehmern besteht ein breiter Konsens darüber, daß die Einführung von Mindestreserveverpflichtungen die Entwicklung eines einheitlichen Euro-Finanzmarkts untergraben könnte.

Auch wenn die Finanzbranche auf allen Märkten und in allen Ländern die Einführung von Mindestreservevorschriften nachdrücklich ablehnt, gibt es für den Fall, daß sie dennoch eingesetzt werden sollten, Mechanismen, die die nachteiligen Wirkungen ausgleichen könnten. So könnte der Reservesatz mit Null festgesetzt werden, oder die Reserven könnten in vollem Umfang vergütet werden. Beides würde die Verlagerungswirkung vermindern; allerdings ist darauf hinzuweisen, daß infolge der engen Margen auf einigen Märkten nur teilweise vergütete Reserven die Preise immer noch derart verzerren würden, daß ein Anreiz zur Verlagerung des Geschäfts bestünde.

Als weiterer technischer Aspekt sei schließlich angemerkt, daß der genaue Umfang und die Struktur etwaiger Mindestreserveverpflichtungen so rasch wie möglich beschlossen werden müßten, damit die Marktteilnehmer die notwendigen Systemvorbereitungen treffen könnten. Die Märkte erwarten daher, daß die EZB sobald wie möglich nach ihrer Errichtung im Jahr 1998 einen ausführlichen Umsetzungsplan bekanntgibt.

4.8 *Regulierung, Beschränkungen und Besteuerung*

Unabhängig von der Harmonisierung der Marktkonventionen und -verfahren werden aufgrund unterschiedlicher nationaler Steuerregelungen und regulatorischer Vorschriften, die den Handel und die Investitionstätigkeit einschränken, Verzerrungen fortbestehen.

Eine Harmonisierung scheint in diesem Bereich auf kurze Sicht schwer zu erreichen, doch wird durch die Einführung des Euro das Bewußtsein für solche Verzerrungen zunehmen, z.B.:

- Verzerrungen aufgrund nationaler Steuerregelungen
- Anlegerschutz
- Nationale Beschränkungen für den Handel und die Investitionstätigkeit, wie Beschränkungen für die Art der Vermögenswerte, in die Pensionsfonds investieren dürfen.

In allen drei Fällen hat die Kommission Maßnahmen zur Verminderung der Verzerrungen vorgeschlagen. Im Hinblick auf die Beseitigung steuerlicher Verzerrungen werden die Mitgliedstaaten im Aktionsplan der Kommission für den Binnenmarkt aufgefordert, sich soweit wie möglich auf ein Steuerpaket zu einigen und so einen Ausgleich zu erreichen, der den unterschiedlichen Interessen Rechnung trägt. Dazu gehören:

- ein Verhaltenskodex zur Unterbindung des unlauteren Steuerwettbewerbs, der allen Mitgliedstaaten Schwierigkeiten bereitet;
- Maßnahmen zur Beseitigung der Verzerrungen bei der Besteuerung von Kapitalerträgen, insbesondere um eine wirksame Besteuerung grenzübergreifender Ersparnisse zu gewährleisten, während gleichzeitig die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Finanzmärkte gesichert wird;
- Maßnahmen zur Abschaffung der Quellensteuer auf Zinszahlungen zwischen Unternehmen als Teil der schon lange laufenden Bemühungen zur Beseitigung von Leistungshemmnissen für die grenzüberschreitende Wirtschaftstätigkeit (Stichwort: Doppelbesteuerung)

Im Bereich des Anlegerschutzes gibt es harmonisierte Mindestvorschriften, die den Mitgliedsstaaten insbesondere im Hinblick auf den Begriff "Allgemeininteresse" einen gewissen Interpretationsspielraum lassen.

Was die Beschränkungen für den Handel und die Investitionstätigkeit angeht, so führen die geltenden Aufsichtsregeln für die Investitionstätigkeit der Pensionsfonds und Lebensversicherungen nach dem Grünbuch der Kommission über die "zusätzliche Altersversorgung im Binnenmarkt" dazu, daß ein Großteil ihrer Vermögenswerte in inländischen Staatspapieren liegt. Im Grünbuch wird ein gemeinsamer Ansatz auf der Grundlage des Vorsichtsprinzips befürwortet. Damit würden die meisten quantitativen Beschränkungen überflüssig werden, während mit der Einführung der einheitlichen Währung insbesondere die Vorschriften über die Währungskongruenz innerhalb des Euro-Währungsraumes hinfällig werden würden.

Der Markt für Hypothekarkredite (Pfandbriefe sind nach Staatsanleihen das wichtigste Instrument auf den europäischen Kapitalmärkten) wird durch die unterschiedlichen Aufsichtsvorschriften besonders stark eingeschränkt. Dies wird noch deutlicher werden, wenn das bislang größte Hindernis für eine grenzübergreifende Finanzierung, die unterschiedlichen Währungen, entfallen. Die regulatorische Lage bei diesen Instrumenten ist daher komplett zu überprüfen.

4.9 Sonstige Fragen

Verschiedene sonstige Fragen sind noch weiter zu prüfen. Wenngleich einige, wie Umrechnungskurse und Abwicklungssysteme, kurz behandelt wurden, sind weitere Analysen erforderlich.

Bei den Umrechnungskursen besteht das Hauptanliegen darin, einen reibungslosen Übergang zu gewährleisten. Daher sollte am besten eine marktfreundliche Lösung gewählt werden. Die Märkte brauchen die Gewißheit, daß am Ende des Prozesses keine Volatilität auftreten kann, da sie sich nicht dagegen absichern könnten. Um die Stabilität der Märkte zu erhöhen, muß vermieden werden, daß sie Schätzungen hinsichtlich der Regelungen für die Festlegung der Umrechnungskurse anstellen. Daher muß außer Frage stehen, daß Kontinuität gewährleistet und ein politisches Fixing ausgeschlossen wird. Die Gewißheit über den rechtlichen Rahmen und insbesondere den Umrechnungskurs von 1:1 zwischen der ECU und dem Euro muß erhalten bleiben.

Nach Einschätzung der Märkte wäre es ein Risiko, die Kurse ohne weitere Orientierungshilfe allein dem Spiel der Marktkräfte zu überlassen. So könnten sich die Marktkurse am letzten Geschäftstag von ihrem langfristigen Gleichgewichtsniveau, auf dem sie seit zwei Jahren mehr oder weniger stabil geblieben sind, entfernt haben und somit nicht mehr die wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren widerspiegeln. In bezug auf die vorherige Bekanntgabe der Umrechnungskurse stellt sich vor allem die Frage der Glaubwürdigkeit. Werden die Umrechnungskurse im voraus bekanntgegeben, sollten sie als Ausdruck der wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren empfunden werden.

Bei den Abwicklungssystemen sind verschiedene technische Fragen weiter zu untersuchen, z.B. der Umgang mit umgestellten Schuldverschreibungen (Dezimalstellen, unterschiedliche Umstellungsverfahren), die Abrechnung in verschiedenen Währungen und die grenzübergreifende Abrechnung.

Der Anlegerschutz ist eine weitere Frage, die eine tiefergehende Analyse erfordert. Der Anlegerschutz gilt als Schlüsselfaktor eines effizienten Finanzmarkts. Außerdem ist er von zentraler Bedeutung für die internationale Attraktivität des Marktes.

V. GLOSSAR

Act./Act. (Actual/Actual): Zinsberechnungsmethode, bei der die Zinsen taggenau berechnet werden, wobei das Jahr mit der tatsächlichen Anzahl von Tagen angenommen wird. Dieses Verfahren wird für den Rentenmarkt bevorzugt.

Act./360 (Actual/360): Zinsberechnungsmethode, bei der die Zinsen taggenau berechnet werden, wobei das Jahr zu 360 Tagen angenommen wird. Diese Methode wurde für die Geldmarktoperationen des ESZB vorgeschlagen.

Als Daueremission begebene Wertpapiere (tap stock): Ausgabe von Wertpapieren mit Ausstattungsmerkmalen, die mit jenen der bereits im Umlauf befindlichen Wertpapiere identisch sind. Das als Daueremission begebene Kapital ist daher mit den ursprünglich emittierten und im Umlauf befindlichen Wertpapieren vollkommen fungibel. Die Daueremission von Wertpapieren findet im Vergleich zu normalen Emissionen meist in kleinerem Umfang statt und dient im speziellen dazu, Nachfragelücken für ein bestimmtes Wertpapier zu füllen.

Dematerialisierte Wertpapiere (dematerialised securities): Wertpapiere, die nicht in Papierform, sondern in elektronischer Form, üblicherweise als Bucheinträge in einem Computersystem, vorliegen.

Emittent (issuer): Rechtssubjekt, das zur Ausgabe und Verkauf von Wertpapieren berechtigt ist.

Euro-Geschäftstag (business day for the euro): Tag, an dem Handel, Abwicklung und Zahlung in Euro möglich sind.

Euro-Währungsraum (euro-area): Gebiet derjenigen Mitgliedstaaten, die den Euro gemäß dem EG-Vertrag als einheitliche Währung eingeführt haben.

Fester Abschlag (initial margin): Betrag, der in Form von Bargeld oder belehnbaren Wertpapieren beim kreditfinanzierten Erwerb von Wertpapieren zu hinterlegen ist.

Kuponfrequenz (coupon frequency): Zeitlicher Abstand der Zinszahlungen, die ein Emittent für einen Schuldtitel leistet (jährlich oder halbjährlich). Die übliche Kuponfrequenz ist von Land zu Land unterschiedlich.

Liquidität (liquidity): Möglichkeit, einen Vermögenswert rasch zu erwerben oder zu veräußern, ohne daß sein Marktwert beeinflußt wird (d.h. Möglichkeit, den Vermögenswert rasch in Bargeld umzuwandeln).

Marktpreisbewertung (marking to market): Erhöhung oder Herabsetzung des Preises einer Sicherheit entsprechend der Veränderung ihres Marktwerts.

Nachschuß (variation margin): Betrag, der in Form von Bargeld oder belehnbaren Wertpapieren vom Kreditnehmer zu hinterlegen ist, damit die Geschäftspartner während der gesamten Laufzeit der Transaktion in vollem Umfang abgesichert sind. Die Höhe des Nachschusses wird durch eine symmetrische Marktpreisbewertung der Sicherheit bestimmt.

Quotenaktien (non-par value shares/NPV shares): Aktien, die einen bestimmten Anteil am ausgewiesenen Kapitals darstellen und keinen Nennwert haben. Quotenaktien sind nach der Zweiten EG-Gesellschaftsrichtlinie zulässig und in Belgien und Luxemburg sowie den Vereinigten Staaten weithin gebräuchlich.

Renominalisierung (renominalisation): Änderung des Nominalwerts einer Schuldverschreibung oder Aktie.

Rückkaufsvereinbarung (repurchase agreement (repo)): Vereinbarung zwischen dem Verkäufer und dem Käufer eines Wertpapiers, derzufolge der Verkäufer verpflichtet ist, das verkaufte Wertpapier zu einem bestimmten Preis zu einem künftigen Zeitpunkt oder auf Anforderung zurückzukaufen.

“Runde Posten” (round lots size): Anzahl von Aktien, die an einer Börse gehandelt werden können bzw. für die ein Kurs angegeben wird. Die Größe eines “runden Postens” wird für jeden Titel festgelegt und hängt vom Aktienkurs ab.

Sicherheit (collateral): Hinterlegung eines Wertpapierpfandes durch den Darlehensnehmer beim Darlehensgeber für die Dauer des Darlehens. Grundsätzlich wird die Höhe der Sicherheit derart berechnet, daß der Darlehensgeber zu keiner Zeit einem Marktrisiko ausgesetzt ist. Wenn der Darlehensnehmer seiner Verpflichtung nicht nachkommt, kann die Sicherheit veräußert werden, um die Darlehensschuld zu begleichen.

Sicherheitsabschlag (haircut): wird im Wertpapiergeschäft zur Berechnung des Werts eines Wertpapiers als Sicherheit verwendet. Der Sicherheitsabschlag variiert je nach Art des Wertpapiers, dem damit verbundenen Marktrisiko und der Restlaufzeit.

Sorgfaltsprinzip (prudent man principle): Von vielen Behörden anerkannte Regel, die von jenen zu beachten ist, die im Auftrag anderer Investitionsentscheidungen treffen. Im wesentlichen geht es darum, daß vom Entscheidungsträger erwartet wird, sich mit jener gebotenen Umsicht zu verhalten, wie es ein sorgfältiger Mann oder eine sorgfältige Frau tun würde, nämlich spekulative Investitionen zu vermeiden, einen angemessenen finanziellen Ertrag zu erzielen und das Kapital zu erhalten.

Taggleiches Brutto-Abwicklungssystem (real-time gross settlement system): Brutto-Abwicklungssystem, bei dem taggleich Verarbeitung und der Ausgleich kontinuierlich stattfinden.

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System): Zahlungsverkehrssystem, das sich aus jeweils einem taggleichen Brutto-Abwicklungssystem (RTGS-System) in jedem Mitgliedstaat zusammensetzt. Die nationalen RTGS-Systeme sind durch das Interlinking-System miteinander verbunden, so daß eine taggleiche Abwicklung grenzüberschreitender Überweisungen im gesamten Euro-Währungsraum ermöglicht wird. Auch RTGS-Systeme von “Pre-In”-Mitgliedstaaten können an TARGET angeschlossen werden, sofern sie Zahlungen in Euro abwickeln können.

Tick-Größen-Regelung (tick sizes convention): Rundung von Aktienkursen für Notierungszwecke. Die Tick-Größen können je nach Preissparte unterschiedlich sein.

Umstellung (redenomination): Umstellung der Einheit, in der der Betrag einer ausstehenden Schuld oder des Aktienkapitals angegeben wird, von einer nationalen Währungseinheit auf die Euro-Einheit, ohne Änderung irgendeiner anderen Bedingung.

Zentrale Wertpapierverwahrstelle (central securities depository (CSD)): Einrichtung für die Verwahrung von Wertpapieren, die es ermöglicht, Wertpapiertransaktionen stückelos, d.h. durch reine Buchungen, abzuwickeln.

Zinsberechnungsmethode (day count convention): Die Methode, nach der die Anzahl der Tage für die Berechnung von Zinsen bestimmt wird (siehe Act./Act. und Act./360).

VI. ANHANG

VERZEICHNIS DER SACHVERSTÄNDIGEN¹

Beratende Gruppe zu den Auswirkungen des Euro auf die Kapitalmärkte

Mitglieder der Gruppe

Herr A. Giovannini ²	LTCM
Herr M. Beleza	Banco Commercial Português
Herr G. Bishop	Salomon Brothers International Ltd.
Herr Ch. Bourdillon	Société des Bourses Françaises
Frau G. Evans	Bankers Trust/ISDA
Herr D. Hoehn	Paribas
Herr J. Moro	BBV Bruxelles
Herr E. Namor	San Paolo
Herr P. Praet	Generale Bank
Herr V. Remay	Paribas
Herr Th. Richter	Deutsche Börse AG
Herr S. Schuster	Deutsche Bank AG
Herr F. Von Dewall	ING Group

Sonstige Teilnehmer

Herr D. Angel	LIFFE
Frau C. Bennet	Salomon Brothers International
Herr D. Blake	Goldmann Sachs
Herr B. Blower	BBA- British Bankers' Association
Herr Th. Bollier	LTCM
Frau V. Bourcier	MATIF
Herr J. Bruen	LIFFE
Herr M. Chatfield	LTCM
Herr W. Claeys	Euroclear
Herr I. Clarke	Morgan Stanley Int.
Herr R. Cocquyt	CGER
Herr J. Corrigan	Irish National Treasury Management Agency/EFFAS
Herr P. Cotella	Credito Italiano
Herr B. Crowe	Chase Manhattan Bank/ISDA
Herr C. Dammers	IPMA
Herr S. De Forges	Trésor Français
Herr P. De Grauwe	Katholieke Universiteit Leuven

¹ Die Sachverständigen nahmen in persönlicher Eigenschaft, nicht als Vertreter ihrer Institution, an der Gruppe teil.

² Vorsitzender.

Herr P. De Weerd
 Herr J. Dowsett
 Herr J.-F. Dubroeuq
 Herr M. Elderfield
 Herr A. Evans
 Herr C.J. Farrow
 Herr M. Fox
 Frau C. Franke
 Herr P. Gennart
 Herr J. Grant
 Herr B. Greborn
 Herr J. Hardt
 Herr S. Harry
 Herr K. Hoekerd
 Herr R. Hoffman
 Herr L. Horngren
 Herr A. Houmann
 Herr Ch. Huhne
 Herr K. Knappe
 Herr J. Knight
 Frau E. Letermendis
 Herr T. Mackie
 Herr I. Mackintosh
 Herr G. Mazzuchelli
 Herr P. Mercier
 Herr P. Mortimer-Lee
 Herr R. Monro-Davies
 Herr M. Obstfeld
 Herr M. Papenfuß
 Herr C. Parry
 Herr D. Pepper
 Herr Y. Pouillet
 Herr O. Putzeys
 Herr K. Reuss
 Herr G. Rützel
 Herr J. Samain
 Herr N. Schabel
 Herr H. Style
 Herr P. Tamayo
 Herr A. Tohani
 Herr M. van Turenhoudt
 Herr F. Veverka
 Herr Th. Weisgerber
 Herr A. Wigny

London Stock Exchange
 Dresdner Kleinwort Benson
 Federation of European Stock Exchange
 ISDA
 LIBA
 London Investment Banking Association
 Lehman Brothers
 Deutsche Börse AG
 Generale Bank
 Goldman Sachs
 VPC/The Swedish Central Securities
 European Mortgage Federation
 SICOVAM
 ING Group
 CEDEL
 Swedish Debt Office
 EBF
 IBCA
 German Banking Association - EBF
 Federation of European Stock Exchange
 EBF (European Banking Federation)
 European Mortgage Federation
 Standard & Poor's Ratings
 Morgan Stanley Int.
 European Monetary Institut
 Paribas
 IBCA
 University of California
 Deutscher Kassenverein
 Morgan Stanley Int.
 Goldman Sachs
 Euroclear
 Groupement européen des Caisses d'Epargne
 Standard & Poor's
 Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank
 Generale Bank
 European Mortgage Federation
 IPMA
 BBV
 LIFFE
 Association belge des banques
 Standard & Poor's (France)
 German Banking Association
 General Bank

ISSN 0254-1467

KOM(97) 337 endg.

DOKUMENTE

DE

09 02

Katalognummer : CB-CO-97-345-DE-C

ISBN 92-78-22409-X

Amt für amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften

L-2985 Luxemburg