

## Die Beziehung zwischen Bankkrediten und Anleihemarkt in Deutschland

Die Kreditbeziehungen in Deutschland sind durch die Dominanz der Bankkredite, eine derzeit noch verschwindend geringe Bedeutung von Unternehmensanleihen sowie eine intensive Nutzung von Bankschuldverschreibungen zur Refinanzierung von Buchkrediten geprägt. Der vorliegende Beitrag untersucht die Ursachen für diese Strukturen und zeichnet wesentliche Entwicklungslinien nach. Im Ergebnis läßt sich festhalten, daß die Zwischenschaltung von Banken im Kreditgeschäft mit heimischen Unternehmen bislang vor allem in spezifischen Vorteilen bei der Kreditwürdigkeitsprüfung und -überwachung verankert ist. Im Passivgeschäft haben dagegen die mit den klassischen Einlageformen verbundenen Bankfunktionen gegenüber der Rentabilität und Liquidität verbriefter Anlagen an Bedeutung verloren. Für die Zukunft ist insbesondere wegen rapide sinkender Informations- und Transaktionskosten und tendenziell weiter wachsender Nachfrage nach verbrieften Produkten zu erwarten, daß auch für Unternehmen die Mittelbeschaffung über den Anleihemarkt gegenüber Bankkrediten allmählich an Bedeutung gewinnen wird.

### Gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Kreditfinanzierung

---

Die Aufnahme von Krediten ist in Deutschland mit Abstand die wichtigste Art der Kapi-

## Struktur der Kreditverbindlichkeiten nach Sektoren

Stand Ende 1998

Sektor	Bankkredite 2)		Schuldverschreibungen 3)	
	Mrd Euro	in % aller Verpflichtungen	Mrd Euro	in % aller Verpflichtungen
Private Haushalte	200	93,5	–	–
Produktionsunternehmen ohne Post	1 102	41,7	1) 50	1,9
Wohnungswirtschaft	n.v.	n.v.	1) 8	0,3
Öffentliche Haushalte	806	81,9	–	–
Finanzielle Sektoren	450	36,8	727	59,4
dar.: Banken	37	0,6	1 189	20,6
	–	–	1 187	28,9
Insgesamt	2 596	24,0	1 965	18,2

1 Ohne Anleiheverbindlichkeiten ausländischer Finanzierungstöchter. — 2 Kurz- und längerfristige Kredite von inländischen Banken. — 3 Verbindlichkeiten aus inländischen Geldmarktpapieren und Rentenwerten.

Deutsche Bundesbank

*Kredite als gesamtwirtschaftlich wichtigste Form der Außenfinanzierung*

talbeschaffung „von außen“. Buchkredite, die hauptsächlich von Banken und in geringem Umfang auch von anderen Kapitalsammelstellen wie etwa Versicherungen herausgelegt werden, sowie in Schuldverschreibungen verbriefte Kredite an alle inländischen Sektoren erreichten Ende 1998 ein Volumen von 4,8 Billionen Euro.<sup>1)</sup> Bei den finanziellen und nicht-finanziellen Unternehmen standen beispielsweise Eigenmitteln in Form von Aktienkapital im Betrag von 1,3 Billionen Euro verbiefte und nicht-verbiefte Schulden in Höhe von 3,2 Billionen Euro gegenüber.

*Buchkredite und Anleihen gesamtwirtschaftlich ähnlich bedeutsam ...*

Mit Blick auf die Struktur der Kreditfinanzierung bewegen sich verbiefte Kreditaufnahmen durch Begebung kürzer- und langlaufender Schuldverschreibungen und bei Banken beanspruchte Buchkredite gesamtwirtschaft-

lich in einer ähnlichen Größenordnung. Ende 1998 erreichten Bankkredite ein Volumen von rund 2,6 Billionen Euro gegenüber 2,0 Billionen Euro ausstehender Anleihen und Geldmarktpapiere (vgl. nebenstehende Tabelle). Dahinter steht ein insbesondere in den neunziger Jahren rapider Aufholprozeß der verbrieften Forderungen, deren Umlauf Ende 1990 mit 0,7 Billionen Euro nur etwa die Hälfte des Volumens an Bankkrediten (1,4 Billionen Euro) erreicht hatte.

Allerdings gibt es in der Struktur der Kreditverschuldung große sektorale Unterschiede. Die Extreme bilden hier die privaten Haushalte (ohne Wohnungswirtschaft) und die öffentliche Hand: Die privaten Haushalte beschaffen sich Fremdmittel – überwiegend zur Konsumfinanzierung – ausschließlich in Form von Buchkrediten, wobei auf Bankkredite Ende 1998 fast 94 % und auf Darlehen von Versicherungen weitere 5 % entfielen. Bei der Wohnungswirtschaft sind die Strukturen ähnlich; Ausleihungen von Kreditinstituten stellten hier 82 % der Gesamtverbindlichkeiten dar, während Darlehen von Bausparkassen und Versicherungen 10 % beziehungsweise 6 % der Schulden ausmachten. Die öffentlichen Haushalte sind der einzige Sektor, bei dem die Anleiheverbindlichkeiten Ende 1998 mit 59 % der Gesamtverpflichtungen über dem Anteil der bei Banken aufgenommenen Gelder lagen (37 %). Bei den finanziellen Sektoren stellten zwar die Einlagen nach wie vor mit 74 % aller Verbindlichkeiten gegenüber knapp 21 % für Bankschuldverschreibungen

*... bei großen sektoralen Unterschieden*

<sup>1</sup> Die Werte basieren auf Angaben der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. Nicht berücksichtigt sind Kredite von ausländischen Banken an das Inland.

die wichtigste Form des Fremdkapitals dar, doch haben die Bankschuldverschreibungen seit 1990 an Boden gewonnen, als diese Relation noch 81% zu 18% betrug. Für die Fremdfinanzierung der Produktionsunternehmen spielen Anleihen nur eine untergeordnete Rolle. Ende 1998 entfielen nur 2% der Verpflichtungen auf Anleihen und Geldmarktpapiere. Zum größten Teil handelte es sich dabei um Postanleihen, die von der Telekom übernommen wurden. „Echte“ Industrieobligationen machten nur rund ¼% der Verpflichtungen aus. Dem gegenüber standen 42% Bankkredite, 4% Darlehen von Versicherungen sowie 29% sonstige Mittelaufnahmen im In- und Ausland. Die zuletzt genannte Position enthält auch die Erlöse aus Anleihen, die über ausländische Finanzierungstöchter begeben wurden; sie erreichten schätzungsweise rund 31 Mrd Euro oder 1¾% der Gesamtverbindlichkeiten.

*Charakteristika  
im internationalen  
Vergleich*

Im Vergleich mit anderen Industrienationen – insbesondere Ländern aus dem angelsächsischen Raum – fallen zwei Strukturmerkmale der Verschuldung in Deutschland auf, nämlich erstens die relativ geringe Bedeutung von Anleihen und Geldmarktpapieren für die Unternehmensfinanzierung und zweitens die intensive Nutzung von Bankschuldverschreibungen zur Refinanzierung des Kreditgeschäfts, was im Ergebnis zu einer indirekten Inanspruchnahme der Kapitalmärkte unter Zwischenschaltung von Banken führt. Die verbriefte Verschuldung der Unternehmen (einschließlich der über ausländische Finanzierungstöchter aufgenommenen Mittel) entsprach in Deutschland Mitte 1999 etwa 3% des Bruttoinlandsprodukts, verglichen mit

**Verbrieft Verschuldung im internationalen Vergleich**

Stand Mitte 1999

Position	Deutschland	Frankreich	Japan	Vereinigte Staaten	Großbritannien
<b>Unternehmen 1)</b> in Mrd Euro	52	180	727	2 747	260
in % des Bruttoinlandsprodukts	3	14	20	34	20
<b>Banken</b> in Mrd Euro	1 233	361	342	220	–
in % des Kreditvolumens	33	17	6	5	–
<b>Öffentliche Hand</b> in Mrd Euro	763	670	3 749	2) 3 146	450
in % der Gesamtverschuldung	65	88	77	58	50

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Federal Reserve System, Internationaler Währungsfonds, eigene Berechnungen. — 1 In- und ausländische Emissionen. — 2 Marktfähige Schuldverschreibungen des US-Schatzamtes.

Deutsche Bundesbank

34% in den Vereinigten Staaten (vgl. obenstehende Tabelle). Umgekehrt betrug die Relation von Schuldverschreibungen der Banken zu Bankkrediten in Deutschland mit 33% ein Vielfaches des Wertes für die USA (5%). Die Verbriefung der Schulden bei der öffentlichen Hand bewegte sich dagegen in einer ähnlichen Größenordnung wie in anderen Industrieländern. Dies wirft die Frage auf, warum einerseits Industrieobligationen als Substitute für Bankkredite in Deutschland bisher kaum Fuß fassen konnten und warum andererseits Bankschuldverschreibungen in großem Umfang komplementär zu Bankkrediten eingesetzt werden. Beide Aspekte werden im folgenden näher betrachtet.

## Die Emission von Anleihen als Alternative zur Kreditaufnahme bei Banken

*Gründe für das Nebeneinander von Anleihe- markt und Bankkrediten*

Kreditnehmer stehen grundsätzlich vor der Alternative, sich die benötigten Mittel bei Banken oder durch Begebung von Schuldverschreibungen direkt am Kapitalmarkt zu beschaffen. Ausschlaggebend für die Wahl der Finanzierungsform ist letztlich, ob die direkte Mittelaufnahme am Markt oder die Zwischenschaltung eines Kreditinstituts insgesamt betrachtet kostengünstiger ist. Im theoretischen Fall vollkommener Märkte, der sich insbesondere dadurch auszeichnet, daß es weder Transaktionskosten noch Informationsunterschiede zwischen Gläubigern und Schuldern gibt, können alle Kreditbeziehungen reibungslos über den Kapitalmarkt abgewickelt werden. Die Tatsache, daß deutsche Unternehmen ihre Fremdmittel weit überwiegend über Banken beschaffen, weist umgekehrt darauf hin, daß Marktunvollkommenheiten – wie institutionell bedingte Transaktionskosten oder Informationsasymmetrien – in der Realität eine wichtige Rolle spielen. Von ihrem Ausmaß hängt es letztlich ab, wie stark das Kreditgeschäft bei Banken verwurzelt ist.

*Administrative Hemmnisse...*

Vor diesem Hintergrund können zur Erklärung der traditionell geringen Bedeutung inländischer Industrieobligationen zunächst einmal administrative Hemmnisse ins Feld geführt werden (die den Transaktionskosten im weiteren Sinne zuzurechnen sind). Insbesondere machte das bis Ende 1990 gesetzlich vorgeschriebene Emissionsgenehmigungsverfahren die Ausgabe von Schuldverschreibungen schwerfällig. Hinzu kam ebenfalls bis

Ende 1990 die Börsenumsatzsteuer in Höhe von 2 ½ Promille des Kurswerts, die den Anleihehandel behinderte. Zur Vermeidung dieser Nachteile begaben deutsche Unternehmen Schuldverschreibungen zumeist über ausländische Finanzierungstöchter. Damit lassen sich zugleich steuerliche Vorteile bei der Gewerbebeertragsteuer erzielen. Bei ihrer Ermittlung werden Zinsen aus Dauerschulden (mit über einem Jahr Laufzeit) nämlich zu 50 % der Bemessungsgrundlage zugerechnet, während Zinsen auf kurzfristige Kredite steuerfrei bleiben. Diese Belastung kann prinzipiell vermieden werden, indem sich ein Unternehmen über eine ausländische Finanzierungstochter langfristig am Markt finanziert, welche die Mittel dann kurzfristig an die inländische Muttergesellschaft ausleiht.

Diese steuerlichen Erwägungen sind jedoch keine Erklärung für die „banklastige“ Kreditstruktur, da Zinsen auf Bankdarlehen ebenso wie Kuponzahlungen von der Gewerbebeertragsteuer getroffen werden. Börsenumsatzsteuer und Emissionsgenehmigungsverfahren waren dagegen wertpapierspezifische Belastungen. Offenbar darf ihre Bedeutung aber nicht überbewertet werden, denn das ausstehende Volumen inländischer Unternehmensanleihen und Commercial Paper blieb auch nach der Beseitigung dieser Hürden gering (vgl. Schaubild auf S. 37). Erst ab 1997 kam es bei den ausländischen Finanzierungsgesellschaften und 1999 auch im Inland zu einer Belebung der Emissionstätigkeit. Wesentliche Determinanten des Verschuldungsverhaltens deutscher Unternehmen sind daher weniger bei Finanzmarktregulierungen zu suchen als vielmehr im Unterneh-

*... lediglich von untergeordneter Bedeutung*

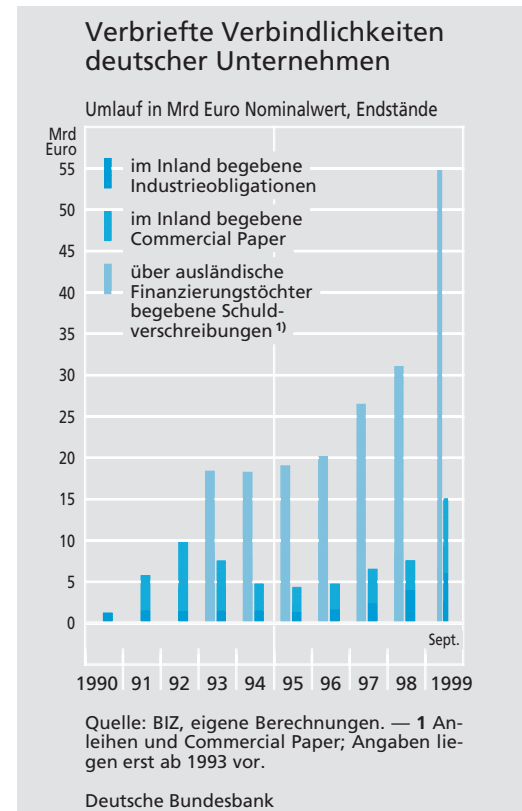
menssektor selbst, namentlich seiner Größen- und Rechtsformstruktur.

*Begrenzung der Anleihefinanzierung durch Unternehmensgröße ...*

Die deutsche Wirtschaft ist traditionell mittelständisch geprägt. Im Jahr 1997 entfielen fast zwei Drittel aller mehrwertsteuerpflichtigen Umsätze auf Unternehmen mit einem Jahresumsatz von weniger als 500 Mio DM (vgl. Tabelle auf S. 38). Für kleine und mittlere Betriebe sind die Möglichkeiten für eine direkte Kapitalmarktfinanzierung schon aus Kostengründen begrenzt. Bei der Finanzierung durch Anleihen fallen neben den laufenden Zinsen weitgehend unabhängig von der Höhe der aufgenommenen Mittel Kosten an, die gerade bei der erstmaligen Begebung von Anleihen beträchtlich sein können. Dazu zählen die Übernahme- und Vermittlungsprovision des Konsortiums, die Börseneinführungsprovision sowie Veröffentlichungskosten. Die Emissionskosten für börsennotierte Industrieobligationen können durchaus eine Größenordnung von mehreren Prozentpunkten des Nominalwerts erreichen. Hinzu kommen laufende Nebenkosten für die Zinseinlösung sowie den Treuhänder. Allein wegen der hohen Fixkosten einer Emission kommt die Begebung von börsennotierten Anleihen nur bei größeren Volumina in Frage. Emissionsbeträge von unter 50 Mio DM waren daher lange Zeit die Ausnahme. Erst in jüngerer Zeit wurden eine Reihe kleinerer Emissionen platziert, häufig allerdings nicht als „klassische“ Anleihen, sondern in Form von Wandelschuldverschreibungen.

*... und Rechtsform*

Eine eher noch stärkere Bremswirkung auf die Begebung von Unternehmensanleihen dürften das Zusammenwirken von Firmen-



größe und Rechtsformstruktur und die damit verbundenen Informations- und Offenlegungspraktiken ausüben. Zurückzuführen ist dies auf die zwischen Schuldner und (potentiellen) Kapitalgebern bestehenden Informationsasymmetrien: Da der Kreditgeber – unabhängig davon, ob es sich um Bankkredite oder Anleihen handelt – ein Ausfallrisiko trägt, nicht aber an Gewinnen beteiligt ist, können Schuldner versucht sein, nach außen geschönte Angaben über Risiken und Rentabilität zu machen, um dann tatsächlich riskantere Projekte durchzuführen, die im Falle eines Erfolgs hohe Gewinne aufweisen. Daher kann unvollständige Information des Kreditgebers zu einer Negativauslese („adverse selection“) führen. Hinzu kommt die Gefahr des „moral hazard“, falls die Gläubiger die Verwendung der Kredite oder den

## Größe und Rechtsform deutscher Unternehmen

Stand Ende 1997

Umsatzklasse	Aktien- gesellschaften	GmbHs	Personen- gesellschaften	Einzelunter- nehmer	Sonstige	Insgesamt
Gesamtumsatz (in Mio DM)						
unter 5 Mio DM	1 567	410 778	218 270	747 095	26 456	1 404 165
5 Mio DM bis unter 10 Mio DM	1 378	195 034	117 179	85 123	15 225	413 940
10 Mio DM bis unter 50 Mio DM	10 749	458 371	425 840	103 127	55 663	1 053 749
50 Mio DM bis unter 100 Mio DM	12 842	188 774	221 648	17 378	34 866	475 508
100 Mio DM bis unter 500 Mio DM	82 391	414 792	474 970	28 440	80 969	1 053 119
500 Mio DM bis unter 1 Mrd DM	78 789	158 812	188 545		28 234	482 820
1 Mrd DM und mehr	1 302 251	462 245	363 391		104 000	2 231 887
insgesamt	1 489 967	2 288 805	2 009 843	981 162	345 413	7 115 190
Anzahl der Unternehmen						
unter 5 Mio DM	1 301	362 049	293 566	1 973 609	42 550	2 673 075
5 Mio DM bis unter 10 Mio DM	190	27 998	16 602	12 532	2 151	59 473
10 Mio DM bis unter 50 Mio DM	450	23 007	19 983	5 873	2 537	51 850
50 Mio DM bis unter 100 Mio DM	180	2 724	3 205	257	496	6 862
100 Mio DM bis unter 500 Mio DM	325	2 056	2 405	85	394	5 180
500 Mio DM bis unter 1 Mrd DM	108	237	283		40	753
1 Mrd DM und mehr	169	198	157		42	566
insgesamt	2 723	418 269	336 201	1 992 356	48 210	2 797 759

Quelle: Statistisches Bundesamt.

Deutsche Bundesbank

Ertrag des Projekts nicht genau beobachten können. In diesem Fall könnten Mittel unerkannt Verwendungen zugeführt werden, die nicht im Interesse der Kapitalgeber liegen.

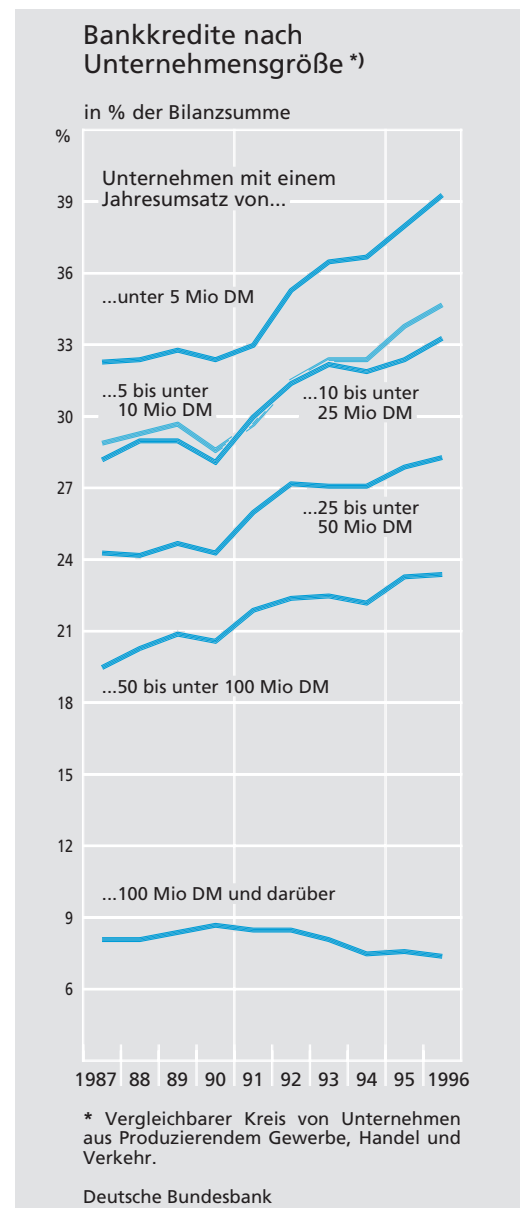
Adverse-selection-Probleme können durch eine sorgfältige Kreditwürdigkeitsprüfung und „moral hazard“ durch die laufende Kreditüberwachung („Monitoring“) vermindert werden. Dies ist aber mit unter Umständen beachtlichen Prüfungs- beziehungsweise Überwachungskosten verbunden, die bei einer Finanzierung direkt am Kapitalmarkt zudem grundsätzlich von jedem Anleihenehmer separat zu tragen wären. Eine Kreditaufnahme am Kapitalmarkt setzt daher voraus, daß hinreichende Informationen für eine Kreditwürdigkeitsprüfung und das laufende Monitoring zugänglich sind und ein Anreiz

besteht, Ressourcen auf die Bonitätsprüfung und die laufende Beobachtung zu verwenden. Im Hinblick auf die Verfügbarkeit von Informationen kommt der Gang an den Kapitalmarkt deshalb vor allem für solche Unternehmen in Frage, die ohnehin weitreichenden Offenlegungspflichten unterliegen oder aber eine gute Reputation als Schuldner besitzen. Diese Anforderung erfüllen vor allem börsennotierte Aktiengesellschaften, die neben den im Aktienrecht verankerten Publizitätspflichten auch noch im Rahmen der Wertpapierhandelsaufsicht zur Offenlegung bestimmter Sachverhalte verpflichtet sind. Die Dominanz des Bankkredits geht so gesehen Hand in Hand mit der lange Zeit geringen Bedeutung der Aktienfinanzierung in Deutsch-

land.<sup>2)</sup> Unternehmen anderer Rechtsformen müssen zwar auch bestimmte Publizitätsanforderungen erfüllen, doch bleiben diese hinter denen börsennotierter Unternehmen zurück. Hinzu kommt, daß die deutschen Rechnungslegungsvorschriften auf Bewertungsstetigkeit, nicht aber auf die laufende Bonitätsbeurteilung durch den Kapitalmarkt zugeschnitten sind.

„Hausbank-  
beziehung“  
als Mittel zur  
Verringerung  
von Informa-  
tionskosten

Zu den hohen Informationskosten einer Anleihefinanzierung trägt auch bei, daß Kontraktänderungen nach Emission in der Praxis so gut wie ausgeschlossen sind. Demgegenüber bieten Kreditverträge mit Banken die Möglichkeit einer flexiblen Vertragsanpassung im Laufe der Zeit. So kann etwa eine Bank im Falle zeitweiliger Liquiditätsengpässe sehr viel leichter einen Zahlungsaufschub oder einen Überbrückungskredit gewähren als die (verstreuten) Anleihegläubiger. Voraussetzung hierfür ist allerdings eine langfristige Bindung zwischen Kreditinstitut und Unternehmen, damit die Bank die zusätzlichen Kosten einer derartigen Nachverhandlung durch Mehrerträge aus dem zukünftigen Geschäft mit dem Kunden decken kann. Eine solche Bindung kann entweder vertraglich (beispielsweise durch langfristige Kredite) oder durch die besondere Kenntnis der Bonität des Kreditnehmers durch eine „Hausbank“ erreicht werden. „Hausbankbeziehungen“ sind ein typisches Merkmal des deutschen Finanzsystems. Einer Umfrage<sup>3)</sup> zufolge haben 40 % der befragten kleinen und mittelständischen Firmen lediglich eine Bankverbindung. Im Durchschnitt konzentrieren sich drei Viertel der gesamten Verschuldung bei Kreditinstituten auf die jeweilige „Hausbank“.



Die Informationsasymmetrien nehmen mit wachsender Unternehmensgröße tendenziell ab. Zum einem unterliegen größere Firmen und insbesondere börsennotierte Aktiengesellschaften strengeren Publizitätspflichten,

Informations-  
asymmetrien  
und Unter-  
nehmensgröße

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, Monatsbericht, Januar 1997, S. 27–41.

3 Harhoff, D. & T. Körting (1998), Lending Relationships in Germany – Empirical Evidence from Survey Data, Journal of Banking & Finance, 22 (10–11): 1317–54.

### Bedeutung institutioneller Investoren im internationalen Vergleich

Stand Ende 1996

Land	Vermögen in Mrd Euro				Ver- mögen in % des BIP
	ins- gesamt	darunter:			
		Invest- ment- fonds	Pen- sions- fonds	Ver- siche- rungen	
Euro- Raum 1) darunter	3 678	1 464	356	1 617	67
Deutschland	929	327	52	550	50
Frankreich	1 016	456	–	560	83
Italien	385	103	31	116	40
Niederlande	534	53	295	179	169
Großbri- tannien Vereinigte Staaten	1 770	248	711	812	193
Japan	10 638	2 686	3 786	2 402	181
OECD- Länder insgesamt	2 833	357	–	1 386	78
OECD- Länder insgesamt	20 670	5 148	5 431	6 953	–

Quelle: OECD, eigene Berechnungen. — 1 Ohne Irland.

Deutsche Bundesbank

die einen Einblick in ihre Finanzverhältnisse ermöglichen. Zum anderen sind die Kosten einer Bonitätsprüfung weitgehend unabhängig von der Unternehmensgröße, so daß kleinere Firmen hiervon relativ stärker belastet werden. Sowohl Größen- als auch Rechtsformstruktur begrenzen somit den Spielraum für die Finanzierung über den Kapitalmarkt. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, daß die Bedeutung des Bankkredits als Finanzierungsquelle mit wachsender Unternehmensgröße abnimmt (vgl. Schaubild auf S. 39). Bei kleinen Unternehmen mit einem Jahresumsatz von bis unter 25 Mio DM lag der Anteil der Bankkredite an den Passiva im Jahr 1996 zwischen 33 % und 40 %. Bei Betrieben mit einem Jahresumsatz von mindestens 100 Mio DM entfielen dagegen weniger als 10 % auf Bankkredite. Im Zeitablauf

haben sich diese Unterschiede noch akzentuiert. Während bei den größeren Firmen Bankkredite ausgehend von einem niedrigen Niveau in der Tendenz noch weiter an Bedeutung verloren haben, hat die Abhängigkeit der kleineren Unternehmen von Bankkrediten sogar zugenommen.

Allerdings kommt die geringere Inanspruchnahme von Bankkrediten bei größeren Unternehmen nicht in gleichem Maße dem Markt für Industrielanleihen zugute. Eine echte Substitution von Bankkrediten durch Anleihen ist bisher vor allem bei den größten, international ausgerichteten Aktiengesellschaften zu beobachten; so haben zwei Drittel der DAX-Gesellschaften (ohne Banken und Versicherungen) und sieben von acht im Euro-STOXX-50-Index vertretenen deutschen Industrieunternehmen direkt oder über ausländische Finanzierungstöchter Industrieobligationen emittiert. Wichtigste Fremdmittelquelle für größere Betriebe sind stattdessen die Pensionsrückstellungen, die etwa 15 % der Verbindlichkeiten der Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mindestens 100 Mio DM ausmachen.

Eine weitere Ursache für die nachrangige Bedeutung der Anleihefinanzierung bei deutschen Unternehmen ist das im internationalen Vergleich eher geringe Gewicht institutioneller Akteure in Deutschland (vgl. obestehende Tabelle). Sie sind für die Entwicklung der Kapitalmärkte nicht nur als potentielle Wertpapierkäufer von Bedeutung, sondern tragen auch dazu bei, die geschilderten Informationsunterschiede zu nivellieren. Durch die Bündelung von Vermögensbestän-

*Bisher nur begrenzte Substitution von Bankkrediten durch Anleihen*

*Nachfragebedingte Bremsfaktoren für Industrieobligationen*



den wird es für spezialisierte Akteure wie Investment- oder Pensionsfonds lohnend, Ressourcen auf die Beschaffung und Auswertung von Informationen zu verwenden. Eine breite Basis professioneller Akteure ist eine wichtige institutionelle Voraussetzung für eine wirksame Bonitätsprüfung und Kreditkontrolle über den Kapitalmarkt (vgl. hierzu auch die Erläuterungen „Banken und Rating-Agenturen“). Ein Grund für die begrenzte Bedeutung institutioneller Anleger liegt nicht zuletzt in den rechtlichen und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen, insbesondere der weitgehend umlagefinanzierten oder durch Pensionsrückstellungen der Betriebe getragenen Altersversorgung in Deutschland. Auf sie ist es etwa zurückzuführen, daß Pensionsfonds, die international eine der wichtigsten institutionellen Anlegergruppen sind, hierzulande bisher keine Rolle spielen.

### Refinanzierung von Buchkrediten durch Bankschuldverschreibungen

*Hoher Grad  
an „bilanz-  
wirksamer  
Verbriefung“  
bei Kredit-  
instituten*

Bei der verbrieften Mittelbeschaffung durch die Begebung von Bankschuldverschreibungen verbleiben sowohl Kredite als auch verbriefte Verbindlichkeiten in der Bankbilanz. Diese „bilanzwirksame Verbriefung“ unterscheidet sich damit grundlegend von der „Securitisation“ von Forderungen im engeren Sinne, bei der Bankkredite durch Verbriefung aus der Bankbilanz entfernt werden (vgl. hierzu „Pfandbriefe und Asset Backed Securities“ auf S. 42). Ende November 1999 liefen Schuldverschreibungen inländischer Kreditinstitute im Nominalwert von rund 1,3 Billionen Euro um. Dabei handelte es sich fast aus-

### Banken und Rating-Agenturen: Zwei Lösungen des Delegations- problems

Die Bonitätsprüfung und die laufende Kreditüberwachung („Monitoring“) verursachen Kosten, die im Fall direkter Kreditbeziehungen durch jeden einzelnen Anleger bzw. Kreditgeber zu tragen wären. Dies führt zu einer Kumulation von Kosten und bietet Anreize für ein „Trittbrettfahrer“-Verhalten. Durch die Übertragung der Prüfungs- und Überwachungsaufgaben auf eine spezielle Institution lassen sich diese negativen Effekte begrenzen. Abhängig von der Struktur des Finanzsystems haben sich zwei unterschiedliche institutionelle Lösungen durchgesetzt. In „bankbasierten“ Systemen ist dies die Kreditvergabe über Intermediäre, die Ersparnisse sammeln und als Kredite zur Verfügung stellen. In „kapitalmarktorientierten“ Systemen übernehmen traditionell Rating-Agenturen die Bewertungs- und Kontrollfunktion und geben diese Informationen an die Marktakteure weiter.

Ein effizientes Monitoring setzt allerdings voraus, daß der Kontrolleur seinerseits wirksam überwacht werden kann. Bei Banken als „delegierten Monitoren“ besteht aus zwei Gründen ein Anreiz zur sorgfältigen Kontrolle: Erstens haften sie bei Zahlungsausfällen mit ihrem Eigenkapital. Zweitens läßt die Ertragsentwicklung im Kreditgeschäft für Außenstehende Rückschlüsse auf die Qualität der Kreditwürdigkeitsprüfung und -überwachung zu. Hinzu kommt in der Praxis die Androhung von bankaufsichtlichen Sanktionen. Rating-Agenturen würden bei einer laxen Überwachung ihren Ruf als unabhängige und kritische Instanzen schnell verspielen. Dies hätte zur Folge, daß Kreditnehmer nicht mehr bereit wären, für am Markt nicht ernst genommenes und damit wertloses Rating zu zahlen. Sowohl bei der internen Kreditbewertung durch Banken als auch beim externen Rating gibt es deshalb Mechanismen, die einer systematischen Fehlbewertung der Bonität der Kreditnehmer entgegenwirken.

Deutsche Bundesbank

### Pfandbriefe und Asset Backed Securities (ABS): Zwei Wege der Verbriefung von Forderungen

Pfandbriefe und ABS sind „forderungsunterlegte“ Anleihtypen. Während bei Pfandbriefen sowohl der Emittentenkreis als auch die für eine Besicherung in Frage kommenden Grundpfandrechte oder Kommunaldarlehen gesetzlich klar spezifiziert sind, können ABS-Transaktionen prinzipiell von allen Institutionen mit hinreichend gleichartigen und damit „bündelbaren“ Forderungsbeständen durchgeführt werden. Neben den klassischen ABS, die Konsumentenkredite verbrieften, und den auf Hypotheken basierenden Mortgage Backed Securities (MBS) gibt es daher inzwischen eine Reihe von ABS der „zweiten Generation“, wie etwa die durch Unternehmenskredite unterlegten Collateralised Loan Obligations (CLOs).

Der zentrale ökonomische Unterschied zwischen Pfandbriefen und ABS liegt in der Behandlung der Kreditrisiken. Bei einer ABS-Transaktion verkauft das ursprünglich kreditgewährende Institut Forderungen an eine spezielle Zweckgesellschaft, die sich über die Begebung von ABS refinanziert. Die Kreditrisiken werden dadurch an die ABS-Erwerber weitergegeben. Bei Pfandbriefen verbleiben dagegen Kredite und Verbindlichkeiten in der Bankbilanz. Das Kreditrisiko für die Käufer von Pfandbriefen hängt zunächst von der Bonität der emittierenden Bank ab; hinzu tritt die Deckung des Pfandbriefs als Sicherheit.

Pfandbriefe sind von der Bonität her erstklassige Papiere; mit der Entstehung des Markts für Jumbo-Pfandbriefe wurde zudem die Liquidität in diesem Marktsegment deutlich erhöht. ABS decken demgegenüber sowohl von der Bonität als auch von der Anleiheausgestaltung her ein breiteres Spektrum ab. Sie bieten sich als Refinanzierungsform vor allem für diejenigen Institute an, die keine Pfandbriefe emittieren können oder bestimmten Investoren maßgeschneiderte Produkte anbieten wollen.

Deutsche Bundesbank

schließlich um Kapitalmarktpapiere, während auf Geldmarkttitel (mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr) nur 60 Mrd Euro entfielen.<sup>4)</sup> Schuldtitel der Banken haben damit einen Anteil von fast zwei Dritteln am gesamten ausstehenden Volumen inländischer Anleihen. Gemessen am Gesamtbetrag der Ausleihungen an Nichtbanken (einschließlich Wertpapierkredite) beträgt der Umlauf der Bankschuldverschreibungen inzwischen rund 40 %. In den neunziger Jahren ist diese Relation um rund zehn Prozentpunkte gestiegen, während sie sich in der Dekade davor lange Zeit weitgehend konstant bei 30 % bewegt hatte (vgl. Schaubild auf S. 45).

Den Kern des deutschen Markts für Bankschuldverschreibungen bilden die durch bestimmte Forderungsbestände „gedeckten“ Pfandbriefe. Traditionell stehen dabei die Hypothekendarlehen im Vordergrund, die der langfristigen Finanzierung privater Investitionen dienen und die durch grundpfandrechtl. besicherte Darlehen gedeckt sind. Spiegelbildlich dazu werden für die Refinanzierung von Krediten an staatliche Stellen Öffentliche Pfandbriefe genutzt (frühere Bezeichnung: Kommunalobligationen); sie sind durch Forderungen an die öffentliche Hand „gedeckt“. Emittiert werden Pfandbriefe von Realkreditinstituten (Private Hypothekenbanken und Öffentlich-Rechtliche Grundkreditanstalten) sowie – im Fall der Öffentlichen Pfandbriefe – auch von den Landesbanken.

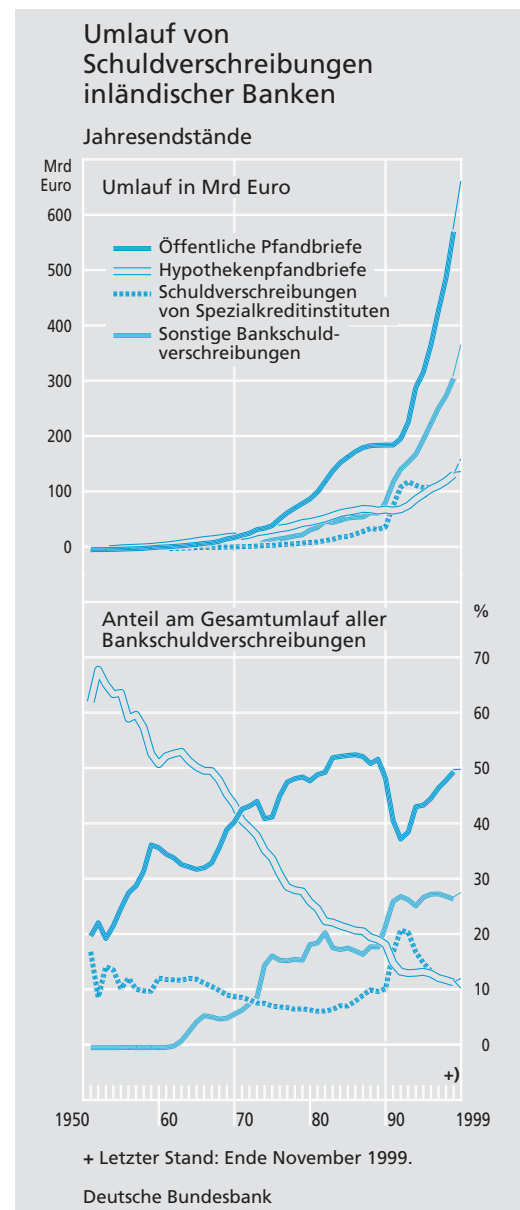
*Pfandbriefmarkt*

<sup>4</sup> Hinzu kommen Bank-Namenschuldverschreibungen und Sparbriefe; bei diesen Instrumenten handelt es sich zwar um Wertpapiere, sie sind jedoch nicht fungibel und damit keine echten Kapitalmarktpapiere. Bank-Namenschuldverschreibungen und Sparbriefe werden im folgenden nicht weiter betrachtet.

Mit der wachsenden Verschuldung der öffentlichen Hand haben sich die Schwergewichte innerhalb des Pfandbriefsegments deutlich zu den Öffentlichen Pfandbriefen hin verlagert (vgl. nebenstehendes Schaubild). Während Hypothekendarlehen Anfang der siebziger Jahre noch rund 40 % des Umlaufs aller Bankschuldverschreibungen stellten, entsprach das Ende November 1999 ausstehende Volumen von 137 Mrd Euro nur noch etwa 10 % des Umlaufs. Der „Marktanteil“ der Öffentlichen Pfandbriefe stieg in diesem Zeitraum von ebenfalls 40 % auf rund die Hälfte (663 Mrd Euro Ende November 1999).

*Ungedeckte  
Bankschuldver-  
schreibungen*

Erheblich an Bedeutung gewonnen haben insbesondere seit Anfang der neunziger Jahre die ungedeckten Bankschuldverschreibungen, zu denen die Emissionen von Spezialkreditinstituten (wie beispielsweise der Kreditanstalt für Wiederaufbau) sowie alle übrigen, statistisch als „Sonstige Bankschuldverschreibungen“ ausgewiesenen Papiere zählen. Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten hatten Ende November 1999 mit 161 Mrd Euro einen Anteil von etwas mehr als 10 % am Umlauf von Bankanleihen. Im Zuge der Konsolidierung des ostdeutschen Bankensystems war diese Quote Anfang der neunziger Jahre zeitweilig auf rund 20 % gestiegen. Kräftig zugenommen hat bis zuletzt der Absatz Sonstiger Bankschuldverschreibungen, die insbesondere von Kreditbanken in großem Umfang zur Refinanzierung des allgemeinen Aktivgeschäfts genutzt werden. Das ausstehende Volumen belief sich Ende November 1999 auf 367 Mrd Euro; ihr Anteil am Gesamtumlauf von Bankschuldverschreibungen lag damit bei etwas mehr als 25 %.



Die „bilanzwirksame Verbriefung“ durch Emission von Bankschuldverschreibungen bewirkt durch die Kombination von Banken und Anleihemärkten eine Verlängerung der finanziellen Intermediationskette. Während für die Kreditnehmer neben Losgrößenaspekten (bei privaten Haushalten, aber auch kleineren und mittleren Unternehmen sowie regionalen oder lokalen öffentlichen Stellen) insbesondere Vorteile bei der Überwindung von Infor-

*Verlängerung  
der Inter-  
mediationskette  
durch bilanz-  
wirksame  
Verbriefung ...*

mationsasymmetrien (bei Unternehmen) für die Einschaltung von Banken bei der Kreditaufnahme sprechen, stellt sich die Frage, weshalb sich die Kreditinstitute ihrerseits in verbriefter Form refinanzieren. Dies überrascht zunächst um so mehr, als die Mittelbeschaffung am Kapitalmarkt in aller Regel teurer ist als die Hereinnahme von Einlagen entsprechender Fristigkeit.

*... und ihre Ursachen*

Ein Abschlag bei der Verzinsung von Einlagen gegenüber marktgängigen Instrumenten kann grundsätzlich als „Entgelt“ für bankspezifische Leistungen aufgefaßt werden, wie etwa die implizite „Absicherung“ gegen Kursschwankungen (bei langlaufenden Einlagen) und Ausfallrisiken (durch die Einlagensicherung), für die Möglichkeit der Inanspruchnahme von Zahlungsverkehrsleistungen (bei Sichteinlagen) oder für den administrativen Aufwand der Kontoführung. Der Zinsabschlag kann aber auch Resultat eines geringeren Wettbewerbsdrucks sein, der es den Banken erlaubt, ihre Habenzinsen unter das Niveau am Kapitalmarkt zu senken. Der vermehrte Rückgriff auf Bankschuldverschreibungen kann aus diesem Blickwinkel auf veränderte Präferenzen der Kundschaft oder aber einen schärferen Wettbewerb im Finanzsektor zurückzuführen sein. Im Ergebnis dürften beide Faktoren zum raschen Vordringen der Bankschuldverschreibungen beigetragen haben.

*Veränderte Anlegerpräferenzen ...*

Mit dem starken Anstieg des Geldvermögens in Deutschland ist die Nachfrage nach „klassischen“ Intermediationsleistungen der Banken im Passivgeschäft relativ gesehen zurückgegangen. Die Rentabilität der Anlagen scheint

etwa gegenüber der Kurssicherheit und der ständigen Verfügbarkeit für Zahlungszwecke mehr und mehr in den Vordergrund zu rücken. Jedenfalls hat sich der Anteil kursrisikotragender Aktiva (Aktien, Anleihen sowie Investmentzertifikate) am Geldvermögen der Privaten Haushalte seit Anfang der achtziger Jahre von 16 % auf 32 % Ende 1998 verdoppelt. Gleichzeitig sind die von in- und ausländischen institutionellen Anlegern gehaltenen Vermögensbestände kräftig gestiegen. Ende 1998 gehörten über 70 % der in den Kundendepots heimischer Kreditinstitute liegenden Bankschuldverschreibungen in- und ausländischen institutionellen Anlegern, verglichen mit 50 % Ende der achtziger Jahre. Die wachsende Nachfrage nach marktgerechten Produkten zeigt sich auch in der Ausgestaltung der Bankschuldverschreibungen. Die Kreditinstitute haben seit Mitte der neunziger Jahre erfolgreich eine Reihe von Schritten – wie insbesondere die Etablierung der „Jumbo“-Pfandbriefe – unternommen, um die Liquidität ihrer Emissionen und damit die Akzeptanz durch die institutionelle Kundschaft zu verbessern.<sup>5)</sup>

Mit der ausgeprägteren Renditeorientierung der Anleger ging eine weitere Intensivierung des ohnehin schon recht scharfen Wettbewerbs im Passivgeschäft einher. Diese Entwicklung zeigt sich insbesondere im relativen Anstieg des Zinsaufwands bei deutschen Kreditinstituten. Während sich Zinsaufwand und Zinsertrag bezogen auf das Geschäftsvolumen im Zinszyklus bis Anfang der neun-

*... und weiter zunehmender Wettbewerbsdruck*

---

5 Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Strukturveränderungen am deutschen Kapitalmarkt im Vorfeld der Währungsunion, Monatsbericht, April 1998, S. 55–70.

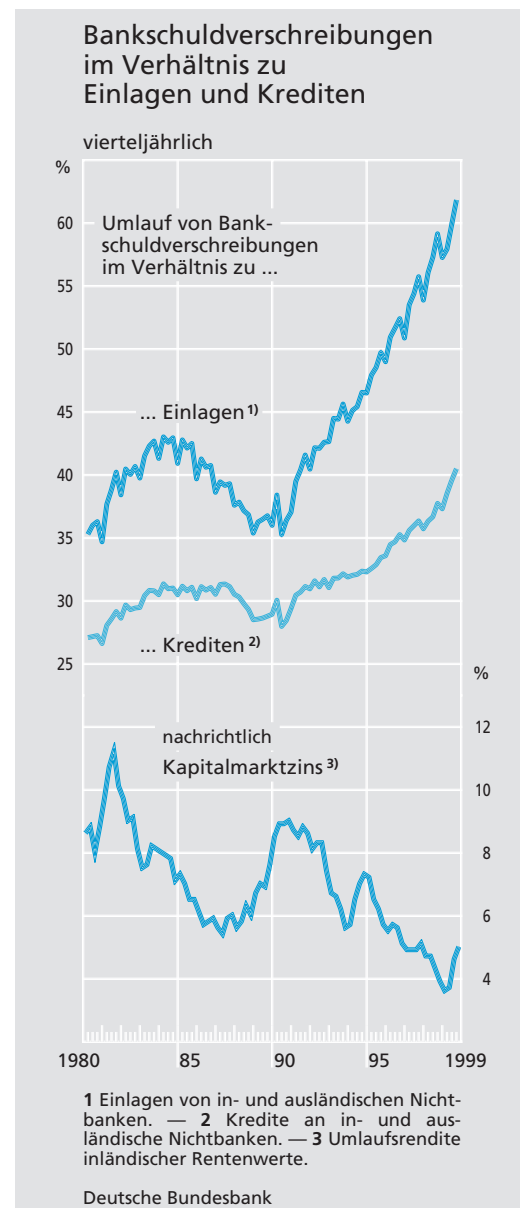
ziger Jahre normalerweise in gleichem Umfang veränderten, sanken die Zinsaufwendungen seit Mitte der neunziger Jahre bei rückläufigem Zinsniveau deutlich weniger als die Zinserträge; der Zinsüberschuß hat daher 1998 mit 1,37 % des Geschäftsvolumens ein neues Tief markiert. Insoweit kann die zunehmende Verbriefung der Passivseite der Bankbilanzen als ein wesentlich von einer strukturellen Verschiebung in den Nachfragerelationen getriebener Prozeß aufgefaßt werden.

*Hinweise auf langfristige Verschiebungen der Nachfragerelationen*

Auch die Entwicklung des Einlagen- und Kreditvolumens im Verhältnis zum Umlauf von Bankschuldverschreibungen stützt diese Einschätzung (vgl. nebenstehendes Schaubild). Seit Anfang der neunziger Jahre sind die verbrieften Verbindlichkeiten sehr viel schneller gewachsen als Kredite und Einlagen. Offenbar wurde die Emission von Bankschuldverschreibungen also nicht nur von der Ausweitung des Aktivgeschäfts bestimmt, sondern auch von der Substitution von Einlagen. Die Verbriefung der Passivseite wurde zwar durch die im Trend rückläufigen Kapitalmarktzinsen begünstigt, sie geht aber erheblich über die im vorangegangenen Zinszyklus zu beobachtenden Tendenzen hinaus.

*Angebotsseitige Faktoren*

Unterstützt wurde der Trend zur Verbriefung der Passivseite allerdings auch durch angebotsseitige Einflüsse. Zu nennen ist hier einmal die kräftig wachsende Verschuldung der öffentlichen Hand, die – vor allem auf Länder- und Gemeindeebene – ein umfangreiches Potential für die Emission großvolumiger Öffentlicher Pfandbriefe bot. Hinzu kommt, daß mit der bereits erwähnten Abschaffung des Emissionsgenehmigungsverfahrens Ende



1990 die Begebung insbesondere der ungedeckten Sonstigen Bankschuldverschreibungen erleichtert wurde. Seither hat dieses Marktsegment einen rapiden Aufschwung genommen. Der Umlauf von Sonstigen Bankschuldverschreibungen stieg seit 1991 jährlich um 12 ½ % – ein Wert, der nur noch durch die Öffentlichen Pfandbriefe (15 %) übertroffen wird. Kurzlaufende Bankschuldverschreibungen (mit einer Laufzeit bis unter zwei Jah-

ren) sowie Einlagenzertifikate waren zudem durch die bis Ende 1998 unverzinsliche Mindestreserve benachteiligt. Seit Anfang 1999 haben auch kurzlaufende Bankschuldverschreibungen ein stürmisches Wachstum erlebt; ihr Umlauf hat sich von Januar bis November 1999 auf 60 Mrd Euro verdreifacht.

## Perspektiven

*Deutsches  
Finanzsystem  
als „Misch-  
system“*

Charakteristisch für das deutsche Finanzsystem ist bislang die Komplementärbeziehung von Bankkrediten und Anleihemarkt über die Begebung von Bankschuldverschreibungen. Es ist damit ein zwischen rein „kapitalmarktorientierten“ und „bankbasierten“ Systemen angesiedeltes Mischsystem. Mit Blick auf die künftige Entwicklung würde eine weiter zunehmende Renditeorientierung der Anleger für sich betrachtet der Verbriefung der Passivseite weiter Vorschub leisten und den Mischcharakter weiter akzentuieren. Sollte sich zugleich die Kreditaufnahme der Unternehmen an den Anleihemarkt verlagern, so käme es zu einer Disintermediation zumindest des traditionellen Kreditgeschäfts.

*Weiter wach-  
sende Nach-  
frage nach  
Schuldver-  
schreibungen  
durch Alters-  
vorsorge ...*

Die hinter der überproportionalen Zunahme der Verbriefung auf der Passivseite in den neunziger Jahren stehenden Triebkräfte – mit wachsendem Geldvermögen zunehmende Renditeorientierung und Risikoneigung der Anleger sowie gleichzeitig stärkere Konzentration der Vermögen in den Händen institutioneller Investoren – dürften in Zukunft eher noch an Bedeutung gewinnen. Zusätzliche Impulse sind für die Nachfrage nach handelbaren Finanzinstrumenten zum einen durch

die in Ansätzen erkennbare stärkere Betonung einer kapitalgedeckten Altersvorsorge in Deutschland zu erwarten.<sup>6)</sup> In diesem Zusammenhang zu erwähnen ist auch die in Gang befindliche Diskussion über die Schaffung der gesetzlichen Grundlagen für betriebliche Pensionsfonds.

Darüber hinaus ist die institutionelle Anlegerbasis durch die Einführung des Euro breiter geworden. Das von Versicherungen, Investmentfonds und Pensionsfonds im EWU-Raum verwaltete Vermögen betrug Ende 1996 mit umgerechnet 3,7 Billionen Euro fast das Vierfache der Portefeuilles deutscher institutioneller Anleger (vgl. Tabelle auf S. 40). Der Wegfall der Wechselkursrisiken bei Anlagen innerhalb der Währungsunion erleichtert die grenzüberschreitende Streuung der Wertpapierbestände. Dies gilt um so mehr, als die in vielen EWU-Ländern für institutionelle Anleger – insbesondere Versicherungen – geltenden Vorschriften für eine währungskongruente Mittelanlage (für in der Regel 80 % der Aktiva) nun auch in großem Stil grenzüberschreitende Engagements innerhalb des Währungsraums erlauben. Dies trug zu einem sprunghaften Anstieg des Nettoerwerbs von Bankschuldverschreibungen durch Ausländer bei, der mit 55 Mrd Euro in den ersten neun Monaten von 1999 bereits um die Hälfte über dem Gesamtwert des Vorjahrs von 37 Mrd Euro lag und mehr als doppelt so hoch wie 1997 (23 Mrd Euro) war.

*... und  
Europäische  
Währungs-  
union*

<sup>6</sup> Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Möglichkeiten und Grenzen einer verstärkten Kapitaldeckung der Alterssicherung in Deutschland, Monatsbericht, Dezember 1999, S. 15–32.

*Bonität und  
Liquidität als  
Anlagekriterien  
von wachsen-  
der Bedeutung*

Zugleich rücken mit der unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse andere Anlagekriterien – wie Bonität und Liquidität – in den Vordergrund. Es ist daher zu vermuten, daß prinzipiell nicht nur an Emissionen von Banken, sondern auch an Industrieobligationen wachsendes Interesse besteht. Für institutionelle Anleger dürfte vor allem von Bedeutung sein, daß Schuldtitel von Unternehmen aus unterschiedlichen Sektoren eine stärkere Portefeuilleversifizierung über Kreditrisiken ermöglichen, als dies bei Anleihen von Banken der Fall ist, die in aller Regel eine hohe Bonität aufweisen. Allerdings ist gerade für institutionelle Investoren auch die Liquidität der einzelnen Papiere von großer Bedeutung. Die Möglichkeit, bestimmte Kredite in großvolumigen und liquiden Anleihen zu „bündeln“, dürfte den Banken als Emittenten insofern auch längerfristig einen Wettbewerbsvorteil gegenüber nicht-finanziellen Unternehmen sichern.

*Bankenintermediation in erster  
Linie aktivisch  
verankert*

Insgesamt scheint die Bankenintermediation vor allem „aktivisch“, also über das Finanzierungsverhalten der Unternehmen, und weniger über die Präferenzen der Anleger verankert zu sein. Ausschlaggebend für die künftige Dynamik der Disintermediation im deutschen Finanzsystem dürften somit Entwicklungen sein, die die einer direkten Kapitalmarktansprache durch Unternehmen besonders im Wege stehenden Informationsasymmetrien und Losgrößeneffekte verringern. Auf beides wirkt der technologische Fortschritt bei Datenverarbeitung und Telekommunikation hin. Über elektronische Medien könnten beispielsweise Unternehmensdaten einer breiten Öffentlichkeit

zeitnah, einfach und praktisch kostenlos zugänglich gemacht werden. Mit der Möglichkeit, Wertpapiere mittels moderner Kommunikationssysteme direkt zu plazieren und außerbörslich zu handeln, dürften zudem die „kritische Masse“ für Emissionen sinken und Losgrößeneffekte weniger ins Gewicht fallen.

Soweit sich durch diesen Prozeß der Wettbewerb im Aktivgeschäft weiter verschärft und die Margen schrumpfen, dürften nicht zuletzt die Banken selbst ihre Dienstleistungen im Investmentbankbereich zu Lasten des traditionellen Kreditgeschäfts weiter forcieren. Auch ist zu erwarten, daß die in der Vorbereitung befindlichen, neuen bankaufsichtlichen Standards zur Bewertung von Kreditrisiken das Kreditvergabeverhalten beeinflussen werden. Ob und inwieweit dies zu einer Verstärkung von Disintermediationstendenzen führen wird, bleibt jedoch abzuwarten.

Bei immer niedrigeren „technischen“ Hürden könnte gegenüber den objektiven Kosten einer Kapitalmarktansprache künftig mehr und mehr die subjektive Bereitschaft des Managements zur Offenlegung von Informationen zu einer Schlüsselgröße für die Kapitalmarktfähigkeit von Unternehmen werden. Die bei vielen Firmen seit langer Zeit festen Eigentümer- und Finanzierungsstrukturen sprechen hier eher gegen einen dramatischen Wandel. Allerdings könnten wirtschaftspolitische Maßnahmen – etwa im Bereich des Steuerrechts, aber auch Deregulierungsschritte – einen Umbruch in den Unternehmens- und Finanzierungsstrukturen forcieren. Beispielhaft sei die Liberalisierung

*Von den  
Banken  
ausgehende  
Disinter-  
mediations-  
impulse*

*Bereitschaft zur  
Kapitalmarkt-  
ansprache*



des deutschen Telekommunikationsmarkts genannt, in deren Folge es zu einer Welle von Restrukturierungen und Firmenübernahmen kam. Im Zusammenhang mit derartigen Aktivitäten wurden im Jahr 1999 einige der größten Industrieanleihen in der deutschen Geschichte emittiert.

*Fazit*

Insgesamt spricht vieles dafür, daß die Substitution von Bankdarlehen durch Unternehmensanleihen gegenüber der komplementären Nutzung von Bankkrediten und Schuldverschreibungen der Kreditinstitute in zunehmendem Maße an Bedeutung gewinnt. Dynamik und Stärke einer solchen Grundtendenz erscheinen wesentlich durch den technischen Fortschritt, durch das Tempo des

Strukturwandels im realen Sektor der Wirtschaft und durch wirtschaftspolitische Reformen – etwa im Steuerrecht oder bei der Alterssicherung – bestimmt. Hinzu kommen Anstöße durch die Europäische Währungsunion. Das komplexe Geflecht von wirtschaftlichen, rechtlichen und kulturellen Einflüssen, das letztlich die Finanzierungsstrukturen prägt, spricht aber eher für einen gesamtwirtschaftlich gesehen graduellen Wandel. So erscheint für das deutsche Finanzsystem in Zukunft weniger ein rascher Funktions- und Bedeutungsverlust der Banken wahrscheinlich als eine zunehmende Vielfalt der Finanzierungsformen und eine weitere Differenzierung der Intermediationsleistungen.