



«BANQUE STRATÉGIE» N° 148, AVRIL 1998

# Η ΑΝΘΗΣΗ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΥΨΗΛΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ

**DANIEL VARELA**  
*Membre de la direction  
 Responsable de la gestion en  
 obligations à haut rendement  
 Unigestion Asset Management*

## ΜΙΑ ΑΓΟΡΑ 500 ΔΙΣ. ΔΟΛΑΡΙΩΝ ΣΤΙΣ ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ

*Η αγορά των ομολόγων υψηλής απόδοσης γνώρισε θεαματική άνθηση στις Ηνωμένες Πολιτείες και οι καλές επιδόσεις των τίτλων αυτών τους καθιστούν αναπόφευκτη επένδυση για τους αμερικανούς θεσμικούς επενδυτές. Το 1997, μια αγορά ομολόγων σε ευρωπαϊκά νομίσματα είδε το φως της ημέρας, η οποία θα έπρεπε να αναπτυχθεί κυρίως χάρη στο ευρώ και στην αναδιάρθρωση των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων.*

Όταν γίνεται λόγος για τα ομόλογα υψηλής απόδοσης, σκέφτεται κανείς γενικά την αμερικανική αγορά. Είναι αληθές ότι από καιρό η έκδοση αυτών των ομολογιακών δανείων στην πρωτογενή αγορά προοριζόταν αποκλειστικά για τους αμερικανικούς ιδιωτικούς εκδότες. Οντως, οι εκδότες που δεν θεωρούνται *investment grade*, μπορούν από καιρό να έχουν πρόσβαση στην αμερικανική κεφαλαιαγορά. Από το 1909, ημερομηνία κατά την οποία ο John Moody άρχισε να βαθμολογεί τους εκδότες ομολογιακών δανείων, ένας μεγάλος αριθμός εταιρειών λάμβανε βαθμό κερδοσκοπικό. Κατά μέσο όρο, μεταξύ του 1909 και του 1943, 17% των ομολογιακών δανείων αμερικανικών ιδιωτικών εκδοτών ταξινομήθηκαν στην κατηγορία των ομολόγων υψηλής απόδοσης.

Πάντως μόνο στις αρχές της δεκαετίας του '80, η αγορά αυτή άνθισε πραγματικά κάτω από την ώθηση μερικών αμερικανικών τραπεζών επενδύσεων. Αναπτύχθηκε σημαντικά περνώντας από περίπου 30 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ εκείνη την εποχή σε 500 δισεκατομμύρια δολάρια σήμερα και αντιπροσωπεύει περίπου 25% του συνόλου των ομολογιακών δανείων ιδιωτικών εκδοτών (*corporate δάνεια*). Εκτός αυτού, το 1997, τα ομολογιακά δάνεια υψηλής απόδοσης κάλυπταν πάνω από 40% του συνόλου των νέων επενδύσεων ιδιωτικών εκδοτών στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Η άνθηση αυτού του τρόπου χρηματοδότησης υπήρξε ευεργετική για ένα μεγάλο αριθμό εταιρειών, οι οποίες προηγουμένως δεν είχαν πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά λόγω της ανεπαρκούς τους βαθμολόγησης. Στο παρελθόν, εταιρείες μικρού ή μεσαίου μεγέθους, όμοιοι οι οποίοι εδραστηριοποιούντο σε αναπτυσσόμενους βιομηχανικούς τομείς και οι εταιρείες σε στάδιο εκκίνησης ή αναδιάρθρωσης έπρεπε να στρέφονται τις περισσότερες φορές προς τις τράπεζες για δανειοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Ωστόσο, στις Ηνωμένες Πολιτείες, επί 25.000 επιχειρήσεων περίπου, οι οποίες πραγματοποιούν κύκλο εργασιών μεγαλύτερο των 25 εκατομμυρίων ΗΠΑ, λιγότερες από χίλιες έχουν *rating investment grade*, πράγμα που δείχνει τη ση-

μασία της αγοράς αυτής για ένα μεγάλο μέρος του αμερικανικού οικονομικού ιστού για την επίτευξη μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης.

Ορισμένες από τις πιο γνωστές, τις πιο δυναμικές αμερικανικές επιχειρήσεις και από αυτές που δημιουργούν τις περισσότερες θέσεις εργασίας περιλαμβάνονται μεταξύ των σημαντικότερων δανειοληπτών της αγοράς. Σημαντικοί τομείς δραστηριοτήτων όπως οι τηλεπικοινωνίες, τα μέσα ενημέρωσης, η πληροφορική, οι αεροπορικές μεταφορές, η ενέργεια, η υψηλή τεχνολογία ή η χαρτοβιομηχανία χρησιμοποιήσαν ευρέως την αγορά αυτή για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους.

### ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ ΙΔΙΑΙΤΕΡΑ ΕΛΚΥΣΤΙΚΕΣ

Από πολλά χρόνια, οι αμερικανικοί θεσμικοί επενδυτές δραστηριοποιούνται σημαντικά και κατέχουν μεγάλο μέρος της αγοράς αυτής. Σήμερα, τα συνταξιοδοτικά ταμεία κατέχουν 28% των ομολόγων υψηλής απόδοσης και οι ασφαλιστικές εταιρείες 23%. Οι τίτλοι αυτοί έχουν συνεπώς καταστεί μια σημαντική κατηγορία στοιχείων ενεργητικού για τους αμερικανικούς θεσμικούς. Εκτιμάται ότι αντιπροσωπεύουν σήμερα κατά μέσο όρο 4% των συνολικών στοιχείων ενεργητικού των αμερικανικών συνταξιοδοτικών ταμείων.

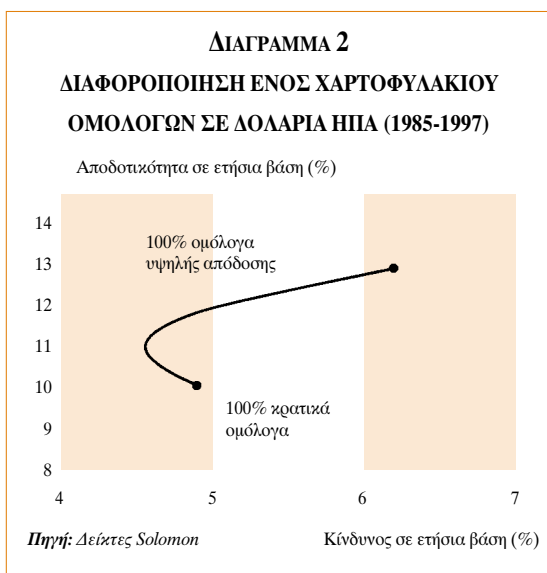
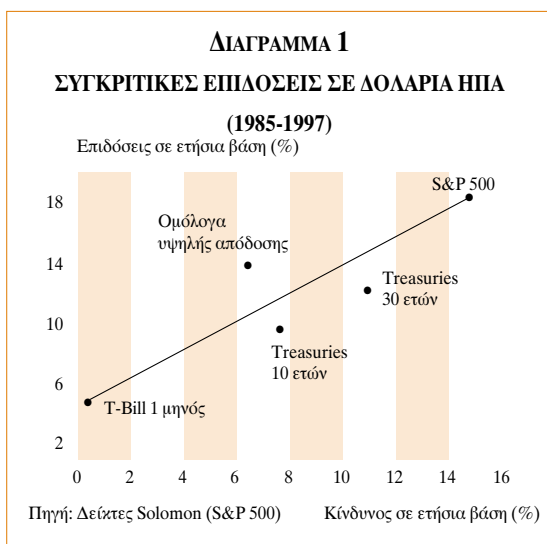
*“Τα ομολογιακά δάνεια τα οποία έχουν ταξινομηθεί στην κατηγορία των ομολόγων με υψηλή απόδοση έχουν λάβει βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας κατώτερους της κατηγορίας investment grade από τα κυριότερα γραφεία βαθμολόγησης. Στην πράξη, η βαθμολόγηση των ομολόγων αυτών είναι κατώτερη του BBB για τον Standard & Poor’s και κάτω του Baa3 για τον Moody’s. Λόγω των κατώτερων αυτών βαθμών, τα ομόλογα αυτά προσφέρουν πρόσθετες αποδόσεις σε σχέση με τα ομόλογα πρώτης κατηγορίας. Γενικά, η διαφορά αυτή είναι μεγαλύτερη από 100 βασικές μονάδες (ή 1%) σε σχέση με την απόδοση των κρατικών ομολογιακών δανείων”*

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι θεσμικοί ενδιαφέρθηκαν γι’ αυτή την κατηγορία τίτλων λόγω των ιδιαίτερα ελκυστικών χαρακτηριστικών τους ως προς την απόδοση και τον κίνδυνο. Από το 1985, τα ομόλογα υψηλής απόδοσης παρουσίασαν επιδόσεις οι οποίες τοποθετούνται μεταξύ των κρατικών ομολόγων και των μετοχών ενώ η διακύμανσή τους είναι κατώτερη των δύο αυτών αγορών (Διάγραμμα 1).

Εξ άλλου, τα ομόλογα υψηλής απόδοσης παρουσιάζουν μικρούς συσχετισμούς σε σχέση με την ομολο-

γιακή και τη χρηματιστηριακή αγορά. Οντως, από το 1985, ο συντελεστής συσχετισμού με την αγορά των μετοχών ανέρχεται σε 0,55 και σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα αυτός φθάνει μόνο το 0,42. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν συνεπώς ένα συσχετισμό αρκετά χαμηλό σε σχέση με τις παραδοσιακές κατηγορίες τοποθετήσεων και καθιστούν τα ομόλογα υψηλής απόδοσης ένα εξαιρετικά ελκυστικό μέσο διαφοροποίησης για έναν επενδυτή.

Λόγω των χαρακτηριστικών αυτών, μια διαφοροποίηση προς αυτή την κατηγορία τίτλων αποβαίνει αποδοτική για τον ομολογιούχο. Κατά την περίοδο 1985-1997, με βάση την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου αποτελούμενου από αμερικανικά έντοκα γραμμάτια (Διάγραμμα 2), μια τοποθέτηση της τάξης του 30 ως 40% σε ομόλογα υψηλής απόδοσης θα επέτρεπε όχι μόνο την αύξηση της αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου αλλά επίσης και τη μείωση της διακύμανσής του με βέλτιστο τρόπο.



### ΤΟ ΚΛΕΙΔΙ ΤΗΣ ΥΠΕΡΑΠΟΔΟΣΗΣ

Ο επενδυτής σ' αυτή την κατηγορία τίτλων πρέπει να θεωρήσει ότι αναλαμβάνει έναν κίνδυνο ζημιάς. Αυτό μπορεί να συμβεί σε περίπτωση παράλειψης εκπλήρωσης υποχρέωσης ως προς το σύνολο ή μέρος του τόκου και/ή του αρχικού κεφαλαίου του ομολόγου. Αυτό μπορεί επίσης να οδηγήσει σε υποβάθμιση του δανειολήπτη, που καταλήγει γενι-

κά σε αύξηση της διαφοράς απόδοσης του ομολόγου και συνεπώς σε υπο-απόδοση του τίτλου. Πρέπει συνεπώς να γίνεται επιλογή των τίτλων βάσει μιας ουσιαστικής ανάλυσης των εταιρειών ούτως ώστε να προσδιορίζεται ο κίνδυνος που βαρύνει τα ομόλογα αλλά και για να υπάρχει μια σαφής ένδειξη της μελλοντικής εξέλιξης της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών.

Επί του παρόντος, η μεγάλη πλειονότητα των επενδυτών, ιδιωτών και θεσμικών, δεν διαθέτουν βεβαίως τα μέσα για την ορθή εκτίμηση του κινδύνου. Είναι συνεπώς απαραίτητο να απευθύνονται σε επαγγελματίες που γνωρίζουν και παρακολουθούν αυτή την αγορά και που διαθέτουν τις απαιτούμενες τεχνικές για την ανάλυση και την επιλογή των τίτλων. Τέλος, για να μειώσουν όσο το δυνατόν περισσότερο το ρίσκο, θα πρέπει επίσης να ακολουθήσουν μια ορθή πολιτική διαφοροποίησης τόσο ως προς τις εταιρείες όσο και ως προς τους τομείς δραστηριότητας.

### ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΑΓΟΡΑ: ΜΕΓΑΛΕΣ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Ενώ τα ομόλογα υψηλής απόδοσης γνώριζαν συνεχή ανάπτυξη στις Ηνωμένες Πολιτείες, η αγορά αυτή δεν είχε ακόμη δημιουργηθεί στην Ευρώπη. Από καιρό, υπάρχει μια δευτερογενής αγορά με πολυάριθμα ομολογιακά δάνεια υψηλών αποδόσεων. Πρόκειται όμως ουσιαστικά για ομόλογα, τα οποία αρχικά είχαν εκδοθεί με βαθμολογία *investment grade* και των οποίων η πιστοληπτική ικανότητα υποβαθμίστηκε κατά τη διάρκειά τους. Αντίθετα, δεν υπήρχε πρωτογενής αγορά για την έκδοση ομολόγων υψηλής απόδοσης.

Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια, ορισμένες ευρωπαϊκές εταιρείες αποφάσισαν να επωφεληθούν της δυνατότητας να αντλήσουν μακροπρόθεσμα κεφάλαια από την αμερικανική αγορά ομολόγων υψηλών αποδόσεων. Βρετανικοί όμιλοι υπήρξαν οι πρώτοι

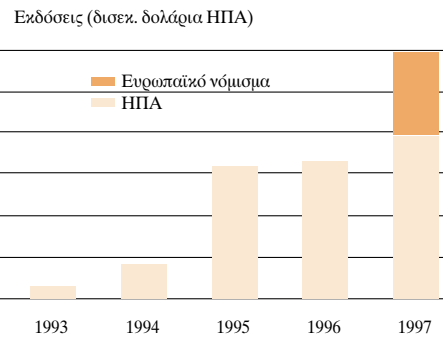
που χρησιμοποίησαν αυτή τη δυνατότητα στις αρχές της δεκαετίας του '90, προτού τους ακολουθήσουν οι επιχειρήσεις της ηπειρωτικής Ευρώπης.

**Η εμφάνιση των κεφαλαίων *private equity*.** Το 1997, μια πρωτογενής αγορά σε ευρωπαϊκά νομίσματα είδε το φως. Η πρώτη έκδοση πραγματοποιήθηκε σε γερμανικά μάρκα από την ελβετική Geberit μέσα στα πλαίσια της εξαγοράς αυτής της οικογενειακής επιχείρησης από το Βρετανό ειδικό των *private equity* Doughty Hanson. Η επιτυχία αυτής της έκδοσης άνοιξε τις πόρτες της αγοράς σε άλλες εταιρείες που αναζητούσαν χρηματοδότηση, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και γαλλικές εταιρείες όπως η Moulinex και ο όμιλος André. Κατά τη διάρκεια του έτους, πραγματοποιήθηκαν συνολικά περίπου είκοσι εκδόσεις σε ευρωπαϊκά νομίσματα των οποίων το συνολικό ποσό ανήλθε σε 12 δισεκατομμύρια γαλλικά φράγκα περίπου (Διάγραμμα 3).

Τα κεφάλαια και οι εταιρείες *private equity* έπαιξαν πρωταρχικό ρόλο στο ξεκίνημα αυτής της αγοράς. Πράγματι, περισσότερες από τις μισές εκδόσεις του 1997 ξεκίνησαν από τις εξαγορές ευρωπαϊκών επιχειρήσεων από ειδικούς των *private equity* με πράξεις *Leveraged-Buy-Out (LBO)*.

**Μια συγκυρία ευνοϊκών παραγόντων.** Η δημιουργία αυτής της αγοράς καθυστέρησε για πολύ καιρό στην Ευρώπη κυρίως λόγω των επιφυλάξεων των επενδυτών να αναλάβουν τον κίνδυνο. Εκτός αυτού, στο παρελθόν, οι ευρωπαίοι ομολογιούχοι χρησιμοποίησαν ευρύτατα τη νομισματική διαφοροποίηση στις κρατικές αγορές για να βελ-

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3**  
**ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ**  
**ΥΨΗΛΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ**



τώσουν τις αποδόσεις τους αποδίδοντας σημασία στα επιτόκια και στην εξέλιξη των ισοτιμιών.

Πάντως, αυτή τη στιγμή, πολλοί παράγοντες συνηγορούν υπέρ της επιτυχίας αυτής της αγοράς. Πρώτον, από την πλευρά της ζήτησης, παρατηρείται ότι οι ευρωπαίοι επενδυτές είναι περισσότερο ανοικτοί σ' αυτού του είδους τις τοποθετήσεις για ορισμένους λόγους:

➤ Το σημερινό κλίμα των εξαιρετικά χαμηλών επιτοκίων οδηγεί στην αναζήτηση προϊόντων με διαφορετική απόδοση σε σχέση με τα δάνεια πρώτης κατηγορίας.

➤ Η ευρωπαϊκή σύγκλιση και η μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα θα καταργήσουν τις ευκαιρίες νομισματικής διαφοροποίησης μεταξύ των διαφόρων ευρωπαϊκών κρατικών αγορών, διότι το σύνολο των εκδόσεων θα πραγματοποιείται σε ευρώ. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές οι οποίοι αναζητούν πρόσθετες αποδόσεις στην ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων δεν θα έχουν άλλη

**Μια ευρωπαϊκή αγορά 120 δισεκατομμυρίων φράγκων το 2000**

**Μετά από είκοσι περίπου εκδόσεις το 1997, πραγματοποιήθηκαν από την αρχή του 1998 πάνω από μισή δωδεκάδα νέες εκδόσεις σε ευρωπαϊκά νομίσματα. Το σύνολο των νέων ομολογιακών δανείων θα μπορούσε να ανέλθει σε 40 δισεκατομμύρια φράγκα εφέτος και οι εμπειρογνώμονες υπολογίζουν ότι η αγορά αυτή θα μπορούσε να υπερβεί τα 120 δισεκατομμύρια φράγκα το 2000**

επιλογή από το να προσανατολισθούν προς μια διαφοροποίηση με ομόλογα χαμηλότερης κατηγορίας.

➤ Μέσα στο πλαίσιο της οικοδόμησης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, η πίεση που δέχονται τα κράτη για την εξυγίανση της δημοσιονομικής τους κατάστασης θα οδηγήσει σε σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του εξωτερικού χρέους των χωρών. Αυτό θα προκαλέσει μείωση των συνολικών εκκρεμοτήτων των κρατικών ομολόγων στην κεφαλαιαγορά και συνεπώς την αύξηση της ζήτησης ομολόγων ιδιωτικών εκδοτών.

➤ Η παρούσα τάση ιδιωτικοποίησης των συνταξιοδοτικών ταμείων στην Ευρώπη και προσανατολισμού προς μοντέλα κεφαλαιοποίησης της αποταμίευσης σύνταξης, θα πρέπει να προκαλέσει σημαντική αύξηση των κεφαλαίων που θα επενδυθούν στην αγορά ομολόγων.

Ταυτόχρονα, από την πλευρά της προσφοράς, προβλέπονται σημαντικές ανάγκες χρηματοδότησης δανειοληπτών για τους οποίους η κεφαλαιαγορά ήταν μέχρι τώρα απρόσιτη:

➤ Στο παρελθόν, οι μη investment grade ευρωπαϊκές εταιρείες, οι οποίες επιθυμούσαν να δανειστούν κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους, έπρεπε να απευθύνονται στις τράπεζες για δάνεια ή πιστώσεις. Εφεξής, η αγορά υψηλών αποδόσεων θα τους παρέχει ενδιαφέρουσα εναλλακτική επιλογή σε σχέση με τα βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια.

➤ Οι ευρωπαϊκές εταιρείες, οι οποίες έχουν δανεισθεί στην αμερικανική αγορά θα έχουν τη δυνατότητα να πραγματοποιήσουν εκδόσεις στο δικό τους νόμιμα αναφοράς και να αποφύγουν με τον τρόπο αυτό το συναλλαγματικό κίνδυνο ή να εξοικονομήσουν τα έξοδα του swap.

➤ Το περιβάλλον των ευρωπαϊκών εταιρειών καθίσταται όλο και περισσότερο ανταγωνιστικό κάτω από επίδραση της παγκοσμιοποίησης και ωθεί τις επιχειρήσεις να αναδιαρθρώνονται και να συγκεντρώνονται στη βασική τους δραστηριότητα. Αυτή η κατάσταση οδηγεί σε σαφή αύξηση των πράξεων συγχώνευσης και εξαγοράς, Private equity,

Leveraged-Buy-out, Management-Buy-out... Οι πράξεις αυτές απαιτούν συνήθως δανεισμό και θα ενισχύσουν σημαντικά την προσφορά χρηματοδότησης υψηλών αποδόσεων.

➤ Η παρούσα διαδικασία απελευθέρωσης ορισμένων τομέων δραστηριοτήτων στην Ευρώπη, όπως οι τηλεπικοινωνίες και τα μέσα ενημέρωσης, αποτελεί επίσης θετικό παράγοντα. Ο μεγάλος αριθμός των ενδιαφερομένων σ' αυτές τις βιομηχανίες οι οποίες απαιτούν πολλές επενδύσεις και κεφάλαια, προκαλεί μεγάλη ζήτηση χορηγήσεων από την πλευρά εταιρειών, οι οποίες τις περισσότερες φορές, βρίσκονται σε φάση εκκίνησης.

➤ Γενικά, η προοδευτική αποδέσμευση των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων από πολλές βιομηχανίες προς όφελος του ιδιωτικού τομέα θα έχει ως συνέπεια την ουσιαστική αύξηση της ζήτησης κεφαλαίων από τους ιδιωτικούς εκδότες.

L'ouvrage de  
référence sur  
le droit des  
marchés financiers

MARCHÉS  
FINANCIERS  
&  
DROIT  
COMMUN



Frédéric Fathier

DARBY

# EUROPEAN ASSOCIATION FOR BANKING HISTORY



Amsterdam 18-19 Ιουνίου 1999





Με την προτροπή της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, η εκπροσώπηση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στην ΕΑΒΗ είναι πολύ ικανοποιητική: ήδη πέντε τράπεζες έχουν γίνει μέλη.

Η ελληνική παρουσία μπορεί να επιτρέψει την προοδευτική διεύρυνση σε ένα υψηλού επιπέδου forum ανάλυσης απόψεων ως προς την οικονομική ιστορία των τραπεζών και τη διατήρηση των αρχείων τους καθώς και τη διοργάνωση εκδηλώσεων ακαδημαϊκού χαρακτήρα διεθνούς εμβέλειας.

Τα κείμενα του τελευταίου συνεδρίου με θέμα: "European Banking Overseas, 19th - 20th Century"

βρίσκονται στη διάθεση κάθε ενδιαφερομένου στην Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (κα Μ. Δερτιλή, τηλ. 3386.530).

 19th - 20th Century	
<i>Conference Programme 1999</i>	
<b>FRIDAY 18TH JUNE 1999</b>	
11.00 OPENING ADDRESS	
<b>Jan Kalff</b>	Chairman of the Managing Board of ABN AMRO Bank, Amsterdam
<b>Manfred Pohl</b>	European Association for Banking History e.V., Frankfurt/Main
11.15 ABN AMRO BANK 1824-1999: HISTORY AND INFORMATION SOURCES	
Chairman: <b>Herman van der Wee</b> Katholieke Universiteit, Leuven	
<b>Jan Kalff</b>	The internationalisation of ABN AMRO Bank 1975-1999 ABN AMRO Bank, Amsterdam
<b>Jan Lubten van Zanden</b>	The history of ABN AMRO Bank 1824-1999 University of Utrecht
<b>Toe de Graaf</b>	The heritage and archives of ABN AMRO Bank ABN AMRO Bank, Amsterdam
12.30 LUNCH	
14.00 THE GLOBAL FRAMEWORK: EUROPEAN AND INTERNATIONAL BANKING 1850-2000	
Chairman: <b>Jaime Reis</b> European University Institute, Florence	
<b>Peter Hertner</b>	European banking overseas and globalisation University of Halle-Wittenberg
<b>Ulrich Ramm</b>	National banking: strategies and globalisation Commerzbank, Frankfurt/Main
<b>Roger Noaugaret</b>	Global archives: the practicalities of caring and using international archives Crédit Lyonnais, Paris
15.30 COFFEE BREAK	
16.00 THE PUBLIC FACE OF OVERSEAS BANKING	
Chairman: <b>Joost Daasker</b> Amsterdam	
<b>Iain Black</b>	Rearranging space: British bank building overseas 1850-1950 King's College, London
<b>Christiane Logie</b>	Collecting banknotes Banque Nationale de Belgique, Brussels
17.00 AWARD OF YOUNG SCHOLAR PRIZE	
17.30 CLOSE	
20.00 DINNER	

 19th - 20th Century	
<b>SATURDAY 19TH JUNE 1999</b>	
09.00 POLICY, DIPLOMACY AND INTERNATIONAL BANKING	
Chairman: <b>Joost Daasker</b> University of Utrecht	
<b>Erik Boyst</b>	The relations between <i>Société Générale</i> and the Belgian government Katholieke Universiteit Leuven
<b>Jorge Assafócio</b>	The action of Banco Nacional Ultramarino as an agent for the Government in the colonies Banco Nacional Ultramarino, Lisbon
<b>Piet Clement</b>	Between banks and governments: the records of BIS Bank for International Settlements, Basel
10.30 COFFEE BREAK	
11.30 THE HUMAN FACE OF OVERSEAS BANKING: THE HISTORY AND ARCHIVES OF INTERNATIONAL BANK STAFF	
Chairman: <b>Luis Filipe de Abreu Nunes</b> Banco de Portugal, Lisbon	
<b>Edwin Green and Sara Klaszy</b>	Competing the picture: records of the national staff of international banks since the mid 19th century HSBC Group, London
<b>Edhem Eldem</b>	Rethinking nationality and ethnicity: the Ottoman Bank staff from empire to republic Bogazici University, Istanbul
<b>Willem Korthals Altes</b>	Recruitment and training of international bank staff 1930-1964 ABN AMRO Bank, Amsterdam
12.30 LUNCH	
14.00 COMMUNICATIONS: THE LIFELINE OF INTERNATIONAL BANKING	
Chairman: <b>Jürg Hagnmann</b> Credit Suisse Group, Zürich	
<b>Ronald Michie</b>	One world or many worlds? Markets, banks and communications, 1850-1990s University of Durham
<b>John Mooij</b>	A history of international financial communications: the Netherlands, since the mid 19th century De Nederlandsche Bank, Amsterdam
<b>Sergio Cardarelli</b>	International archiving and new technologies Banca d'Italia, Rome
15.30 COFFEE BREAK	
16.00 INTERNATIONALISATION: THE PRESENT AND FUTURE	
Chairman: <b>Gerald D. Feldman</b> University of California, Berkeley	
<b>Geoffrey Jones</b>	Overseas banks after the end of empire: challenges and responses University of Reading
<b>Gabriel de Scheemaker</b>	New trends in international finance: Shell Capital Royal Dutch/Shell International, London
17.00 END	
20.00 DINNER	