

Buchbesprechungen

Peter Bernholz: Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2003, 224 S.

Zu den generellen Einsichten der modernen Ökonomie gehört die Erkenntnis, dass die Gestaltungsmöglichkeiten der Wirtschaftspolitik im Sinne konkreter Ergebnissesteuerung sehr begrenzt sind. Aber die Wirtschaftspolitik kann den Akteuren stabile Rahmenbedingungen setzen, welche ihnen Anreize für effizientes Handeln vermitteln. Zu den wichtigsten Rahmenbedingungen gehört die institutionelle Ordnung des monetären Sektors, welche vor allem den Geldwert sichern soll. Warum kommt es trotzdem immer wieder zu unerwünschten Inflationsprozessen oder gar Hyperinflationen, die mit menschlichem Elend und politischen Katastrophen einhergehen? Zu Antworten auf diese grundsätzliche Frage hat Peter Bernholz ein großartiges Buch geschrieben. Er hat es als Fellow des Wissenschaftskollegs zu Berlin (2000/01) endgültig verfasst, wobei die ganze Erfahrung einer ungewöhnlichen Forscherkarriere als theoretischer Ökonom und Wirtschaftshistoriker Eingang gefunden hat.

Aus der Sicht des Rezensenten bestimmen drei nachdrücklich fundierte Thesen Bernholz' Darstellungen. Erstens sind für hohe Inflationsraten und insbesondere Hyperinflationen immer übermäßige Staatsverschuldung im Zusammenhang mit einer regierungsabhängigen Zentralbank ursächlich. Zweitens ist Inflation von der Entstehung her ein monetäres Phänomen. Aber Inflationen haben drittens tief greifende realwirtschaftliche und politische Folgen.

Nach einer kurzen Einführung, in der vor allem die zentralen Begriffe geklärt werden, ist das Buch in acht Kapitel gegliedert. Jedes Kapitel schließt mit einer prägnanten Zusammenfassung. Ein Anhang zu den nicht im Text erwähnten historischen Quellen und Literaturbeiträgen sowie ein Stichwortindex sind angefügt.

Das zweite Kapitel schildert die historischen Erscheinungsformen von Inflationsprozessen. Deutlich wird, dass diese das Resultat politischer Entscheidungen und ineffizienter Ordnungsrahmen des monetären Sektors sind. Dabei sind regierungsabhängige Notenbanken, welche im Übermaße Papiergegeld produzieren, von ursächlicher Bedeutung, bzw. gilt umgekehrt, dass in Staaten mit unabhängigen Zentralbanken nur mäßige Inflationsraten zu beobachten sind.

Wenn Währungen auf Edelmetallgeld basieren, ist ihr Inflationspotenzial deutlich geringer, demonstriert Bernholz im dritten Kapitel. Wegen des hohen Warenwerts von Metallgeld leuchtet dies zwar intuitiv ein, aber insbesondere für den historisch interessierten Leser wird gezeigt, dass auch große Schocks in der Verfügbarkeit von Edelmetallen deren Geldwert nicht nachhaltig erschüttert haben. Vielmehr sind Edelmetallwährungen oft von politisch gewollten Münzwertver-

schlechterungen (z.B. durch billigere Legierungen) bedroht gewesen. Aber dann hat häufig „Gresham's Law“ für eine Selbststabilisierung der Systeme gesorgt.

Im vierten Kapitel wird über historische Erfahrungen mit Papiergeルドährungen und moderaten Inflationsprozessen berichtet. Beispiele aus Schweden, aus Amerika während des Unabhängigkeitskrieges und später im Bürgerkrieg, aber auch aus China zur Zeit der Ming-Dynastie im 14. und 15. Jahrhundert verdeutlichen den schon damals typischen Ablauf derartiger Inflationen. „Thier's Law“, die Verdrängung wertlosen inländischen Geldes durch kaufkräftige ausländische Währungen, ergänzt „Gresham's Law“.

Für den Rezessenten bildet das faszinierende fünfte Kapitel den Mittelpunkt des Buches. Hier geht es um den Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung, die durch Zentralbankgeldproduktion finanziert wird, und daraus resultierende Hyperinflationen. Die Bedeutung von „Tanzi's Law“, welches die Zerstörung der Besteuerungsgrundlagen und die Entwertung der realen Geldbestände hervorhebt, wird in zahlreichen historischen Beispielen anschaulich. Zitate prominenter Zeitzeugen, wie Ernest Hemingway, Stefan Zweig u.a., belegen die demoralisierenden Auswirkungen der Hyperinflation auf bürgerliche Perspektiven des gesellschaftlichen Zusammenlebens. Die Hyperinflation beschädigt die staatstragenden Elemente der demokratischen Gesellschaft nachhaltig.

Im sechsten Kapitel entwickelt Bernholz dann ein formales Modell zur Entstehung und Zyklus von Inflationsprozessen. Die übersichtliche Struktur des Modells macht es auch für ungeübtere Leser verständlich. Gerade wegen seiner Generalität erscheint es vielfältig einsetzbar.

Im siebten und achten Kapitel wird schließlich beschrieben, wie Inflationsprozesse beendet wurden. In jedem Fall bedurfte es grundlegender institutioneller Reformen, in deren Mittelpunkt die öffentliche Schuldenpolitik und der Schutz des monetären Sektors, insbesondere der Zentralbank, vor staatlichem Zugriff standen. Ohne derartige Maßnahmen gelangen die notwendigen Veränderungen der Erwartungsbildung bei den privaten Akteuren nicht.

Unabhängig vom konkreten Gegenstand dieses Buches demonstriert Peter Bernholz zweierlei grundsätzliche Einsichten. Zum einen wird der analytische Wert der historischen Perspektive für das Verständnis institutioneller Rahmenbedingungen in das Gedächtnis der ökonomischen Forschung zurückgerufen. Zum anderen erinnert Peter Bernholz an die Wiederkehr bekannter Irrtümer in der Wirtschaftsgeschichte. Insofern mahnt er zur Wachsamkeit bzw. erinnert er an die Möglichkeit der Wiederholung von Irrationalität.

Hans-Hermann Francke, Freiburg/Br.

Hubert Dichtl, Jochen M. Kleeberg und Christian Schlenger: Handbuch Hedge Funds – Chancen, Risiken und Einsatz in der Asset Allocation, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden/Ts. 2005, 492 S.

Alternative Investments, zu denen neben Hedge Funds auch Privat Equity, Immobilien und Commodities zählen, haben nach dem Platzen der Aktienmarktblase in den Jahren 2000 bis 2002 zunehmende Aufmerksamkeit erlangt. Seither suchen Investoren vermehrt nach aktiven Diversifikationsmöglichkeiten, um einen Mehrwert bzw. eine gesteigerte risikoadjustierte Rendite in ihren traditionellen oder globalen Portfolios generieren zu können. Angesichts der enormen Mittelzuflüsse scheinen Anleger dieses gewünschte Diversifikationspotenzial zunehmend in Hedge Funds zu finden. Im Gegensatz zu den traditionellen Publikumsfonds liegt ein charakteristisches Merkmal dieser Assetklasse darin, unabhängig vom Marktumfeld an den Finanzmärkten hohe absolute Renditen zu erzielen. Dabei können Hedge-Funds-Manager auf ein breites Repertoire an alternativen Anlagetechniken und -instrumenten zurückgreifen, die sich in sehr unterschiedlichen Strategien bzw. Stilrichtungen widerspiegeln. Infolgedessen handelt es sich bei Hedge Funds um eine sehr heterogene Anlageklasse, bei der eine Klassifizierung nur in Ansätzen gelingt und eine Verallgemeinerung in der Performancebeurteilung nicht zulässig ist. Schon deswegen gilt es, die einseitige Hervorhebung überdurchschnittlicher Renditen bei gleichzeitig geringem Risiko und niedrigen Korrelationen zu klassischen Anlageformen – sozusagen der „Free Lunch“ – kritisch zu hinterfragen, womit bereits die grobe Zielsetzung des vorliegenden Kompendiums von *Hubert Dichtl, Jochen Kleeberg und Christian Schlenger* umrisSEN ist. Die Beantwortung der Frage nach den Chancen, Risiken und dem Einsatz von Hedge Funds in der Asset Allocation zeichnet sich durch sehr unterschiedliche Herangehensweisen und Betrachtungsperspektiven aus, welche durch den Einsatz anspruchsvoller statistisch-ökonomischer Verfahren unterstützt werden. Für die Umsetzung dieses professionellen Sammelwerkes konnten namhafte Vertreter aus Wissenschaft und Praxis gewonnen werden. Darunter befinden sich auch international bekannte Hedge-Funds-Experten, deren Beiträge bewusst in englischer Sprache belassen wurden.

Der Aufbau des Handbuchs vollzieht sich über vier Teile. Im ersten Teil werden zunächst die „Grundlagen und Rahmenbedingungen für Hedge Funds“ (S. 3–116) behandelt. Beginnend mit dem „Leitartikel“ von *Bessler/Drobetz/Henn* zu den Charakteristika von Hedge Funds wird dem interessierten Leser zunächst ein Überblick zur Verwendungsproblematik von Hedge-Fund-Indizes und zur Komplexität in den Renditeeigenschaften gegeben. So werden potenzielle Quellen der Datenverzerrung vorgestellt und deren Auswirkungen auf die Performance hervorgehoben. In Anbetracht der vielfältigen Anlagemöglichkeiten von Hedge Funds stellen sich die Autoren ferner die Frage, welche Risikofaktoren die Renditen dieser Anlageklasse bzw. der unterschiedlichen Substrategien treiben. Damit sind bereits überblicksartig die bedeutendsten Problemkreise umschrieben, auf die in den nachfolgenden Beiträgen näher rekurriert wird. Zunächst folgt jedoch im ersten Teil, leider isoliert von der sonst dominierenden finanzwirtschaftlichen Sichtweise, die Behandlung der „rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen für Hedge Funds in Deutschland“ von *Wallach*. An dieser Stelle wäre neben dem Aufzeigen regulatorischer Defizite eine Diskussion sinnvoller Regulierungs-

maßnahmen und Mindestanforderungen zum Abbau der Intransparenz von Hedge Funds ergänzend wünschenswert gewesen. In Verbindung mit diesen regulatorischen Aspekten hätten ferner Themen zur Due Diligence und Compliance mit aufgenommen und somit ein in sich homogener Teil konzipiert werden können. Der Beitrag von *Ineichen* wird von einem Überblick zur Historie europäischer Hedge Funds, deren Gebühren- und Entlohnungsstruktur sowie der Allokation des verwalteten Anlagevermögens auf die einzelnen Substrategien eingeleitet. Anhand der Strategie Long/Short Equity wird sodann im Rahmen einer Performanceanalyse der maximale Verlust (Drawdown) als prozentualer Anteil am vergangenen Allzeithoch eines Indexes dargestellt und die Dauer bis zum Abbau der Verluste aufgezeigt.

Im zweiten Teil des Handbuches (S. 117–232) über „Renditen und Risiken von Hedge Funds“ zeigen *Beckers/Smedts*, inwieweit die Möglichkeit von Leerverkäufen das Risiko/Rendite-Profil von Hedge Funds beeinflusst und welchen zusätzlichen nichtlinearen Risikofaktoren Hedge Funds ausgesetzt sein können bzw. welche alternativen Risikoprämien bestehen. Mit der Style Analysis nach Sharpe können die Autoren darüber hinaus nachweisen, dass Funds of Hedge Funds ein aus unterschiedlichen Hedge-Fund-Strategien zusammengesetztes Portfolio nicht „outperformen“ können. Der Beitrag von *Jaeger* setzt die Diskussion nach den Risikofaktoren mit dem Versuch einer möglichst breiten Erfassung der systematischen Finanzmarktrisiken konsequent fort, um sich einem realistischen Alpha anzunähern und die Fähigkeiten von Hedge-Funds-Managern offenzulegen. Auf der Basis von Single Hedge Funds können *Kat/Lu* anhand einfacher deskriptiver Analysen zeigen, dass sich die Korrelationen von Hedge Funds innerhalb einer Strategie von denjenigen zwischen einzelnen Substrategien kaum unterscheiden. Eine zwangsläufige Reduzierung der Standardabweichung in einem Fund of Hedge Funds geht allerdings mit einer deutlich niedrigeren Schiefe, einer höheren Autokorrelation und einem Anstieg in den Korrelationen gegenüber traditionellen Anlageformen einher. *Lhabitant/Learned De Pante Vicin* kommen in ihrer Untersuchung zur Portfoliodiversifikation zu dem Ergebnis, dass eine Anzahl von 10 bis 15 Hedge Funds bereits ausreichend ist, um das Downside Risk, gemessen am Value at Risk oder am Maximum Drawdown, zu reduzieren. Der Frage nach dem Mehrwert von Hedge Funds in traditionellen Portfolios geht auch *Signer* nach, der im Vergleich zum normalen Value at Risk einen um höhere Momente modifizierten VaR nach der Cornish-Fisher-Erweiterung in die Portfoliooptimierung einbezieht. Dabei wird ersichtlich, dass bei einer akkurateren Erfassung der Markttrisiken die Vorteilhaftigkeit durch Hedge Funds deutlich geringer ausfällt. Eine abschließende Beurteilung und genaue Quantifizierung des Mehrwertes ist jedoch aufgrund der Existenz weiterer Risiken nicht möglich. Der agency-theoretische Erklärungsansatz eröffnet hier eine weiterführende qualitative Begründung für die Existenz eines Mehrwertes.

Der dritte Teil (S. 233–375) zu „Hedge Funds in der Asset Allocation“ wird eingeleitet mit der Darstellung eines risikokontrollierten vierstufigen Investitionsprozesses, welcher die Analyse des Verlustpotenzials mittels einfachem VaR und die Identifizierung stilspezifischer Risiken durch Schätzung von Multifaktorenmodellen beinhaltet. Die Stilanalyse nach Sharpe wird von *Dichtl/Kleeberg/Schlenker* nun zur Offenlegung der Kostenstruktur genutzt, indem überprüft wird, inwie-

weit sich ausgewählte Hedge-Fund-Strategien durch Long-Only-Positionen günstiger approximieren lassen. Insgesamt erlaubt diese komplexe Risikomessung und -steuerung eine gezielte Mandatsstrukturierung unter Berücksichtigung der Rendite- und Risikopräferenzen von Anlegern. Im Vergleich hierzu konstruiert *Schmidhuber* synthetische Portfolios, sogenannte „Input Portfolios“ aus den CS/Tremont-Subindizes, um darauf aufbauend über den Einsatz der Stilanalyse zu prüfen, ob und in welchem Umfang die geschätzten von den tatsächlichen Portfoliogewichten abweichen. Im Ergebnis stellt sich dabei heraus, dass eine Replizierung der Portfoliogewichte nur dann befriedigend gelingt, wenn sich die Hedge-Fund-Strategien in ihren zugrunde liegenden Markttrisikofaktoren signifikant unterscheiden und die Unterschiede auch über die Zeit persistent bleiben. *Oermann/Sohn* gehen wiederum der Frage nach, ob Hedge Funds das Risikoprofil eines global diversifizierten Portfolios beeinflussen. Hierzu werden makroökonomische Risikofaktoren in ein Multifaktorenmodell mit aufgenommen und in einem weitergehenden Schritt wird die Residualvarianz aus diesen Schätzungen untersucht. Die Komponenten aus der Residualkorrelation der Hedge Funds werden im Anschluss mit hypothetisierten alternativen Risikofaktoren in Beziehung gebracht. Damit können die Autoren zeigen, dass Hedge Funds aufgrund ihrer dynamischen Handelsstrategien zusätzliche systematische Risiken in ein globales Portfolio hineinragen, sodass keinesfalls von einem risikoneutralisierenden Einfluss ausgegangen werden kann. Dass solche spezifischen Handelsstrategien optionsähnliche Strukturen aufweisen, veranschaulicht auch *Huber* in seinem Beitrag. Unter Berücksichtigung der derivativen Risikofaktoren gelingt es dem Autor, stressresistente Portfolios zu generieren. Die vorgestellten Simulations- und Stresstest-Verfahren können demzufolge zu einer erheblichen Verbesserung in der Portfolioallokation beitragen. Der Beitrag von *Anson/Ho/Silberstein* knüpft an die eingangs erwähnte Diskussion über die Einbeziehung höherer Momente bei der Optimierung von Hedge-Fund-Portfolios an. Mithilfe einer polynomialen Zielprogrammierung können im Vergleich zum traditionellen Ansatz nach Markowitz in Abhängigkeit vordefinierter Anlegerpräferenzen effizientere Portfolios mit höherer Schiefe sowie geringerer Kurtosis und Varianz generiert werden.

Im vierten Teil des Handbuchs (S. 379–466) über „Management und Analyse von Hedge Funds“, werden zu Beginn von *Johanning/Werner* angepasste Value-at-Risk-Werte nach dem Kovarianz-Verfahren und der historischen Simulation für eine Relative-Value-Strategie geschätzt. Da sowohl aus der Variation des Betrachtungszeitraums und der Haltedauer als auch durch eine veränderte Varianzberechnung unterschiedliche Ergebnisse in den VaR-Werten resultieren, ist nach Ansicht der Autoren eine flexible Parametrisierung im Rahmen der Risikoberechnung unabdingbar, wenn man den besonderen Verteilungseigenschaften und der seriellen Korrelation von Hedge-Fund-Renditen entsprechen will. *Scherer/Gintschel* zeigen am Beispiel von Makro-Hedge-Funds, dass globale Risikofaktoren eine umfangreiche Managerspezialisierung und -diversifizierung erfordern. Dabei kann das Management solcher Risiken am besten durch Umsetzung eines internen Multimanagerportfolios realisiert werden, bei dem die Investmentteams nach dem bayesianischen Stein-Schätzer gewichtet in die globale Optimierung eingehen. Den bisher vorgestellten multifaktoriellen Modellen zur Aufdeckung von Managerfähigkeiten haftet der Mangel an, dass der Asymmetrie in den Renditeverteilungen nicht entsprochen wird und das wahre Alpha unentdeckt bleibt. Mit der Berechnung von

Omega-Metriken aus der Omega-Funktion einer Wahrscheinlichkeitsverteilung geht explizit das Down- und Upside-Potenzial in die Berechnungen ein, womit gegenüber dem klassischen Mittelwert-Varianz-Ansatz eine bessere Risikoanpassung nach *Cason/Shadwick* innerhalb eines Hedge-Fund-Portfolios gelingt. Der letzte Beitrag von *Henn/Meier* schlägt den Bogen zum ersten Teil des Handbuchs, indem erneut der Fokus auf die europäische Hedge-Fund-Industrie gerichtet wird und anhand unterschiedlicher risikoadjustierter Performancemaße sowie unter Berücksichtigung des Anlagehorizonts verschiedene Substrategien evaluiert werden. Dabei werden die aus der Renditeverteilung abgeleiteten Schwächen einzelner Kennzahlen kritisch beleuchtet.

Wohl wissend, dass bei einem solchen Buchprojekt keinesfalls eine erschöpfende Gesamtdarstellung aller Teilaufgaben realisiert werden kann, wäre es durchaus wünschenswert gewesen, inhaltliche Überschneidungen zugunsten weitergehender Fragestellungen zu begrenzen. Insbesondere die mehrmalige Vorstellung der Managementstile mit ihren jeweiligen Substrategien hätte sich nach der ausführlichen Besprechung innerhalb des Leitartikels im Weiteren erübrigkt. Angesichts der vielfältigen Auswahl an Indexanbietern mit ihren spezifischen Konstruktionsmängeln vermisst der interessierte Leser konkrete Entscheidungshilfen bei der Wahl einer geeigneten Benchmark. Gegenwärtig stehen sechs investierbare und mehr als zehn nichtinvestierbare Indizes zur Verfügung, und es stellt sich die Frage, inwieweit die gewonnenen empirischen Ergebnisse einer generellen Verallgemeinerung standhalten. Ebenfalls interessant hätte eine Diskussion über die Auswirkungen bestimmter fondsspezifischer Charakteristika auf den Anlageerfolg von Single oder Funds of Hedge Funds sein können, wie z.B. der Einfluss von Anlagevolumen, Alter, Performance Fee oder Größe der Fondsfamilie.

Ungeachtet dieser kleineren konzeptionellen und inhaltlichen Anmerkungen lässt sich konstatieren, dass es sich bei dem vorliegenden Handbuch, in Abbe tracht der vielfältigen methodischen Darstellungsformen, der inhaltlichen Tiefe und der detaillierten Analysen, um ein äußerst anspruchsvolles Sammelwerk handelt. Dabei gelang den Herausgebern ein profunder Überblick zum aktuellen Forschungsstand über Hedge Funds, ohne dabei die Nähe zur praktischen Umsetzung der diskutierten Ansätze im Bereich des Performance-, Portfolio- und Risikomanagements aus den Augen zu verlieren.

Roland Füss, Freiburg/Br.

Wolfgang Bessler (Hrsg.): Börsen, Banken und Kapitalmärkte. Festschrift für Hartmut Schmidt zum 65. Geburtstag, Duncker & Humblot, Berlin 2006, 788 S.

Die vorliegende Festschrift mit dem Titel „Börsen, Banken und Kapitalmärkte“ ist Professor Hartmut Schmidt zum 65. Geburtstag gewidmet. Das Werk beeindruckt schon auf den ersten Blick durch die gelungene Drucklegung und den imposanten Umfang von mehr als 750 Seiten, aufgeteilt auf 30 Beiträge, an denen insgesamt 58 Autoren beteiligt waren. Bei näherem Betrachten besticht das Buch durch die inhaltliche Qualität der Artikel, die alle Erwartungen übertrifft, mit denen ein typischer Leser eine Festschrift wohl gewöhnlich zur Hand nimmt. Den Autoren dieses Werks war es offensichtlich eine Ehre und ein besonderes An-

Kredit und Kapital 4/2006

liegen, mit einem ausgesuchten Beitrag ihre Wertschätzung gegenüber dem Jubilar zum Ausdruck zu bringen. Das Wissen um die hohen Qualitätsansprüche, für die *Hartmut Schmidt* bekannt ist, mag ein zusätzlicher Ansporn gewesen sein.

Die Beiträge der Festschrift zeichnen die rasante Entwicklung der Finanzmärkte in den letzten vierzig Jahren nach, beschreiben den aktuellen Status quo und geben Hinweise auf absehbare oder notwendige Veränderungen in der Zukunft. Mit ihren drei Teilen „Börsen“, „Banken“ und „Kapitalmärkte“ orientiert sich die Festschrift an den zentralen Forschungsgebieten von *Hartmut Schmidt*. In Würdigung seiner wichtigsten Arbeiten liegt ein Schwerpunkt auf Fragen der Mikrostruktur von Börsen, der Börsenorganisation und der rechtlichen Aspekte des Börsenhandels. Entsprechend ist der erste Teil des Buches unterteilt in die Abschnitte „Marktstruktur und Marktmikrostruktur“ und „Börsen, Börsensegmente und rechtliche Rahmenbedingungen“.

Im ersten Beitrag geben *R. A. Schwartz, P. L. Davis* und *M. S. Pagano* einen Überblick über ausgewählte theoretische und empirische Erkenntnisse zur Marktstruktur. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass sich zukünftige Forschungsanstrengungen verstärkt darauf richten sollten, die Auswirkungen heterogener Erwartungen der Marktteilnehmer auf das Marktgeschehen zu untersuchen. Am Beispiel der Orderausführung an der New York Stock Exchange (NYSE) zeigt *H. R. Stoll*, dass auch heute noch erhebliches Verbesserungspotenzial in der Organisation der Börsenabläufe besteht. An der NYSE steht die Geschwindigkeit, in der eingehende Aufträge ausgeführt werden, in einer umgekehrten Beziehung zur effektiven Geld-Brief-Spanne. Die Handelskosten sind also im Durchschnitt höher, wenn ein Auftrag mit zeitlicher Verzögerung ausgeführt wird. Dies liegt vermutlich darin begründet, dass die „Specialists“ an der NYSE den Zeitverzug zu ihren Gunsten ausnutzen. *Stoll* folgert, dass eine stärkere Automatisierung des Börsenhandels durch die damit verbundene beschleunigte Orderausführung zur Senkung der Handelskosten beitragen wird.

Einen Überblick über die bestehenden Handelssysteme der weltweiten Aktienbörsen geben *P. Gomber, R. Riess* und *M. Budimir*. Demnach haben sich die ursprünglich divergenten Systeme im Handel von liquiden Aktien inzwischen stark angenähert, während sich bei wenig gehandelten Aktien noch kein einheitlicher Marktstandard herausgebildet hat. In weiteren Beiträgen dieses Abschnitts geht es um die Schätzung von Geld-Brief-Spannen aufgrund von Transaktionsdaten (*J. Grammig, E. Theissen* und *O. Wünsche*), die Frage, ob Liquiditätsrisiken systematischer Natur sind (*A. Kempf* und *D. Mayston*), und um zwei neuartige Ordertypen, die sogenannten „Icebergorders“ (*C. Schlag, B. Mönch* und *A. Schurba*) und „Relative Orders“ (*C. Weinhardt, D. Neumann* und *M. Kunzelmann*).

Zu Beginn des zweiten Abschnitts des ersten Teils beleuchten *W. Bessler, T. Book* und *A. Preuß* die Hintergründe des spannenden Konkurrenzkampfs zwischen der LIFFE und der DTB/Eurex um die Marktführerschaft im Handel von Bund-Future-Kontrakten. Sie legen dar, dass die Beseitigung regulatorischer Hemmnisse die Vorteile des elektronischen Handels in vollem Umfang zur Geltung brachte und diese Handelsform wiederum eine Umleitung der Orderströme in sehr kurzer Zeit ermöglichte. Zwei Beiträge dieses Abschnitts thematisieren den – im Jahr 2003 eingestellten – Neuen Markt, indem zum einen die Kurseffekte beim

Wechsel in ein anderes Marktsegment gemessen werden (*D. Schiereck* und *I. Hartmann*), zum anderen untersucht wird, wie genau die Gewinnprognosen von Finanzanalysten für Neue-Markt-Unternehmen ausfielen und welchen Informationsgehalt ihre Anlageempfehlungen hatten (*W. Bessler* und *M. Stanzel*). Letztere Erfahrungen sind relevant für die Frage nach einer sinnvollen Segmentierung von Wertpapierbörsen.

Zwei weitere Beiträge befassen sich mit Verhaltensweisen von Anlegern und Händlern, die im Widerspruch zur Standardannahme der Maximierung des Erwartungsnutzens stehen. *G. G. Booth*, *O. M. Dalgic* und *J.-P. Kallunki* untersuchen am Beispiel des zweisprachigen Finnland, ob das kulturelle Umfeld, das sich in der Muttersprache (Finnisch oder Schwedisch) widerspiegelt, das Verhalten professioneller Händler beeinflusst. *F. Thießen* zeigt auf, welche Konsequenzen sich ergeben, wenn Anleger mit begrenzten kognitiven Fähigkeiten („Bounded Rationality“) auf arbeitsteilig organisierte Finanzdienstleister treffen. Dabei wird deutlich, wie wichtig der Wettbewerb zwischen Börsenplätzen und -systemen für den Schutz der Anleger ist. Dem Ziel, diesen Wettbewerb zu fördern, dient auch die neue EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, die *J. Köndgen* unter die Lupe nimmt. Der letzte Beitrag dieses Abschnitts von *H. Hammen* legt in einer juristischen Ausarbeitung dar, in welchen Fällen der Sanktionsausschuss von Börsen in Deutschland ein Verhalten ahnden kann, das „den Anspruch auf Kaufmännisches Vertrauen ... eines anderen Handelsteilnehmers verletzt“ (§ 20 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 BörsG).

Die ersten drei Beiträge des „Banken“-Teils der Festschrift stellen verschiedene Aufgaben aus dem Leistungsspektrum von Kreditinstituten in den Mittelpunkt. *T. Baums* führt in einem rechtsgeschichtlichen Rückblick aus, wie verschiedene Wege entstanden sind, um Fremdkapital unmittelbar oder mittelbar – über Banken als Finanzintermediäre – durch das Publikum aufzubringen. *M. Bitz* erörtert ausführlich die Risikotransformation, und *M. Wilkens*, *O. Entrop* und *R. Sünderhauf* enthüllen die verdeckte Fristentransformation.

W. Bühler und *C. Engel* schlagen einen neuen Eignungstest für Modelle zur Abschätzung des in einem Portfolio vorhandenen Kreditrisikos vor. Der große Vorteil des Verfahrens ist, dass es auf Querschnittsdaten beruht und keine weit zurückreichenden Zeitreiheninformationen benötigt. Im Bereich der Bilanzierung ist mit der zunehmenden Bedeutung der International Financial Reporting Standards eine stärkere Orientierung am Zeitwertprinzip zu konstatieren. Gerade bei Banken erscheint eine solche Bewertung (zumindest vordergründig) nahe liegend, weil die Zeitwerte („Fair Values“) regelmäßig bereits für Zwecke der internen Steuerung verwendet werden. *J. Bigus* und *P. Grein* zeigen auf, welche Konsequenzen für die Einleger und die Geschäftspolitik deutscher Banken zu erwarten sind, wenn sich die zeitwertorientierte Bilanzierung durchsetzt. Im letzten Beitrag dieses Teils untersuchen *J. P. Krahnen*, *F. A. Schmid* und *E. Theissen*, ob eine im Vergleich zu Wettbewerbern gute Performance von Investmentfonds stärkere Fondszuflüsse bewirkt. Im Untersuchungszeitraum 1988 bis 1998 lässt sich ein solcher Zusammenhang in der empirischen Studie nicht herstellen, ganz im Gegensatz zu einer anderen Studie für den späteren Zeitraum von 1990 bis 2003. Die Autoren führen dies auf Änderungen im Wettbewerbsumfeld für deutsche Investmentfonds zurück.

Der dritte Teil der Festschrift („Kapitalmärkte“) ist in die drei Abschnitte „Corporate Governance“, „Unternehmensfinanzierung“ und „Risikomanagement und Termingeschäfte“ gegliedert. *A. Bassen* vergleicht in seinem Beitrag verschiedene Versuche, die Qualität der Corporate Governance anhand eines Ratings zu beurteilen. Die Corporate Governance wird von *W. Drobetz* und *H. Zimmermann* mit der Unternehmensbewertung in der Schweiz in Verbindung gebracht, von *W. Kürsten* mit der Offenlegung von Managergehältern. *Kürstens* „Anmerkungen zur aktuellen Kapitalismusdebatte“ führen aus finanzierungstheoretischer Sicht wichtige, oft vernachlässigte Argumente ins Feld. So weist er darauf hin, dass erst die Publizität der Managervergütung die Stakeholder des Unternehmens in die Lage versetzt, die Risikopolitik des Managements zu antizipieren und bei ihren Vertragsverhandlungen zu berücksichtigen. Dadurch können sie erreichen, dass die Aktionäre aus eigenem Interesse heraus den Unternehmensgesamtwert (und nicht den Shareholder Value) als Zielgröße ansehen.

Der Abschnitt über „Unternehmensfinanzierung“ enthält vier Beiträge zu sehr unterschiedlichen Themen. *A. E. Young* und *V. Cvijanović* untersuchen den Markt für Venture Capital in Kroatien, *F. R. Kaen* den Zusammenhang zwischen Leverage und Profitabilität in einem Sample US-amerikanischer Industrieunternehmen und *C. Kaserer*, *E. Wenger* und *S. Roos* die Kapitalmarktreaktion auf Sonderausschüttungen, die aufgrund von Senkungen der Körperschaftsteuersätze ab 1990 zu steuerlichen Vorteilen führten. Die empirische Studie von *Kaserer*, *Wenger* und *Roos* ergibt, dass die beobachtete Kursreaktion nicht allein durch den steuerlichen Effekt erklärt werden kann. Dass die Reaktion im Durchschnitt stärker ausfiel, ist allem Anschein nach auf die Reduktion von Agency-Kosten zurückzuführen. Schließlich wenden sich *J. Drukarczyk* und *S. Schöntag* in einem Beitrag zur ökonomischen Analyse des Insolvenzrechts dem hoch relevanten und anspruchsvollen Problem zu, einen Rechtsrahmen festzulegen, nach dem die Sanierung insolventer Unternehmen mit bestmöglichlicher Verwertung des noch vorhandenen Vermögens organisiert werden kann.

Der letzte Abschnitt zum Themenkreis „Risikomanagement und Termingeschäfte“ umfasst drei Beiträge. *K. Röder* und *L. Hahnenstein* zeigen anhand anschaulicher Grafiken, wie sich ein Hedging mit Termingeschäften unter verschiedenen Annahmekonstellationen auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Unternehmens auswirkt. *M. Nell* demonstriert, wie unterschiedlich die Zugänge der Finanzierungstheorie und der Versicherungswirtschaft zum Risikomanagement von Kapitalgesellschaften sind. Der Vergleich dieser Sichtweisen lässt verschiedene implizite Annahmen des jeweiligen theoretischen Fundaments erkennen, die der Autor auf beiden Seiten als extrem ansieht. Gibt man diese Annahmen auf, besteht keine eindeutige Verbindung mehr zwischen Insolvenzgefahr und dem Niveau der Absicherung durch Risikomanagement.

Am Schluss wartet die Festschrift noch mit einer besonderen Entdeckung auf: der von *Vinzenz Bronzin* im Jahr 1908 veröffentlichten Arbeit zu Optionsgeschäften. Der schmale Band geriet lange Zeit in Vergessenheit, obwohl *Bronzin* darin wesentliche Ideen der modernen Optionspreistheorie vorwegnimmt und seine mathematischen Analysen weitgehende Parallelen zum berühmten *Black-Scholes*-Modell aufweisen. Es ist das Verdienst von *H. Zimmermann* und *W. Hafner*, der

Fachwelt die Bedeutung dieser kurzen, aber spektakulären Monografie nahe gebracht zu haben.

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass unter der Herausgeberschaft von *Wolfgang Bessler* eine überaus informative und lesenswerte Festschrift entstanden ist, die viele aufschlussreiche Ideen und Einsichten enthält und daher jedem Interessierten sehr empfohlen werden kann.

Martin Wallmeier, Fribourg/Schweiz