

## Buchbesprechungen

*Wielens*, Hans: Die Emission von Auslandsanleihen — eine Analyse ihrer Marktelemente, ihrer Entwicklung seit 1945 und ihrer Bedeutung für die Integration der Kapitalmärkte. Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden 1968, 383 S., 29,— DM.

Mit seiner Veröffentlichung legt *Wielens* eine im deutschen Schrifttum erstmalig durchgeführte umfassende und systematische Analyse der mit der Emission von klassischen Auslandsanleihen und Euro-Emissionen verbundenen Probleme vor. Damit wird die Literatur über die gerade in der heutigen Zeit und vor allem auch in der Bundesrepublik brennend aktuellen Fragen langfristiger internationaler Kapitalbewegungen entscheidend bereichert.

Der Untertitel verspricht eine Dreiteilung des Buches und eine Analyse der folgenden Teilprobleme:

- Analyse der Marktelemente für die Emission von Auslandsanleihen
- Untersuchung der Entwicklung der Emission von Auslandsanleihen nach dem Zweiten Weltkrieg
- Analyse der Bedeutung der Auslandsanleihen für die Integration der nationalen Kapitalmärkte.

Als Auslandsanleihen werden langfristige Schuldaufnahmen „eines inländischen (ausländischen) Kapitalnachfragers oder einer internationalen Institution auf einem ausländischen (inländischen) Kapitalmarkt“ angesehen. Dabei kann es sich um die Auflegung einer Anleihe an einem (klassische Auslandsanleihe) oder gleichzeitig an mehreren nationalen (organisierten) Kapitalmärkten (Euro-Emissionen) handeln. Auf der Marktseite werden sowohl Primär- als auch Sekundärmärkte, auf der Anleiheseite sowohl straight bonds als auch convertible und option bonds betrachtet.

### Die internationale Kapitalnachfrage und ihre Determinanten

Die Analyse der Marktelemente für die Emission von Auslandsanleihen geht von den jeweils unterschiedlichen Standpunkten der Kapitalnachfrager (Emittenten) und der Kapitalanbieter (private und institutionelle Anleger) aus. Dies erfolgt sowohl unter einzel- als auch unter gesamtwirtschaftlichen Aspekten, so daß ein weitgehend vollständiger Überblick der relevanten Faktoren gegeben wird.

Als Bestimmungsfaktoren der internationalen Kapitalnachfrage werden genannt:

- Finanzierungskosten im Ausland,
- Überschußnachfrage nach Kapital am inländischen Kapitalmarkt,
- Erschließung ausländischer Kapitalmärkte für späteren Kapitalbedarf,
- Zahlungsbilanzsituation und daraus resultierende wirtschafts- und währungs-  
politische Maßnahmen,
- devisenrechtliche Vorschriften.

Grundsätzlich bedeutet die Aufnahme von Auslandsanleihen für einen Kapitalnachfrager hohen Standings eine Erweiterung seiner finanziellen Dispositionsfreiheit, die zudem mit geringeren Finanzierungskosten verbunden ist, da es sich in der Regel um Kapitalmärkte mit niedrigerem Zinsniveau handelt. Im Zusammenhang mit den Finanzierungskosten findet die von *Wielens* auf der Basis eigener Schätzungen zusammengestellte Übersicht über laufende (fixe) und einmalige Emissionskosten in den europäischen und einigen außereuropäischen Ländern erhöhtes Interesse. Sie offenbart erhebliche Belastungsunterschiede für Emissionen erstklassiger inländischer Schuldner und läßt noch höhere Kostensätze für Auslandsanleihen vermuten.

Bei der Behandlung der Überschußnachfrage durch inländische Kapitalnachfrager erfolgt ein Hinweis auf die in diesem Zusammenhang bedeutende und in allen Fällen zu berücksichtigende Rolle des Staates als Kapitalnehmer. Bei Dominanz der staatlichen Kapitalnachfrage können die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes empfindlich gestört und die Lenkungsfunktion des Zinses außer Kraft gesetzt werden. Gerade in derartigen Situationen bietet sich für Kapitalnachfrager als einziger Ausweg ein Ausweichen auf ausländische Märkte an.

Abschließend werden devisenrechtliche Bestimmungen in mehreren Ländern beschrieben und diskutiert, und es wird auf ihre große Bedeutung für internationale Kapitalbewegungen hingewiesen. Dieser Teil ist für den Leser besonders instruktiv, da hier eine Vielzahl nur unter Mühen zugänglicher Bestimmungen übersichtlich dargestellt wird.

### Das internationale Kapitalangebot und seine Determinanten

Für eine Analyse des Kapitalangebots an den einzelnen nationalen Finanzmärkten sind vor allem zwei Problemkreise von Interesse:

Die Bestimmung der Kapitalexportkapazität eines Landes sowie der Grad der möglichen Kapazitätsausnutzung und die Determinanten der Anlageentscheidung individueller und institutioneller Kapitalanleger.

Als Maßstab für die Kapitalexportkapazität bieten sich mehrere, jedoch unterschiedlich geeignete Größen an.

Zinsniveau, Zahlungsbilanzsituation, Bruttosozialprodukt und Höhe der Bruttoinvestitionen werden als Kriterien mit ausführlicher Begründung abgelehnt.

Lediglich die Bruttoersparnis im Vergleich zum inländischen Investitionsbedarf wird vom Verfasser als Maßstab für die Kapitalexportfähigkeit und -kapazität eines Landes anerkannt. Dies wird damit begründet, daß die laufenden Ersparnisse sowohl für die Finanzierung der ausländischen als auch der inländischen Investitionen zur Verfügung stehen. Dieser Standpunkt wird überzeugend abgeleitet. Es stört lediglich in sachlicher Hinsicht, daß der Außenbeitrag der Zahlungsbilanz (Export minus Importe) auf S. 52 und S. 55 widersprüchlich interpretiert wird.

Ein internationaler Vergleich der Bruttoersparnis zeigt die außergewöhnlich hohe Sparquote in Japan, die als einzige über 30 % des Bruttosozialprodukts (zu Marktpreisen) liegt. Eine hohe Kapitalexportkapazität ist dennoch angesichts der gleichfalls überdurchschnittlich hohen Bruttoinlandsinvestitionen nicht gegeben. Wielens kommt bei der Beurteilung dieses Vergleichs zu dem Ergebnis, daß sich in der Bundesrepublik bei gleichbleibender Sparquote die Kapitalexportkapazität erhöhen werde, da im Wohnungsbau mit sinkendem Investitionsbedarf zu rechnen sei. Dabei wird jedoch offensichtlich die Preisentwicklung nicht einbezogen.

Als limitierende Faktoren einer vollständigen Ausnutzung der Kapitalexportkapazität werden genannt:

- nicht alle Ersparnisse fließen über den Kapitalmarkt (z. B. Selbstfinanzierungsbeträge der Unternehmen),
- Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch: Dominanz des Staates (hohe Investitionen in der Infrastruktur), staatliche Lenkung des Emissionsaufkommens (Emissionszeitplan), Anlagevorschriften für institutionelle Anleger, gegen den Kapitalexport gerichtete Devisen- und/oder Emissionsbestimmungen (Genehmigungspflicht),
- Zahlungsgewohnheiten der Wirtschaftssubjekte,
- unterschiedliche Funktionsfähigkeit der einzelnen nationalen Geld- und Kapitalmärkte,
- unterschiedlich hohe Emissionskosten in den einzelnen Ländern.

Die genannten Gesichtspunkte werden jeweils getrennt für die europäischen und einige außereuropäische (USA, Japan, Kanada) Länder abgehandelt, so daß sich ein umfassendes Bild über die in jedem Land wissenswerten Zustände und Vorschriften bietet.

Die theoretische und die effektive Kapitalexportkapazität bilden den Rahmen für Anlageentscheidungen inländischer Investoren. Daneben sind deren einzelwirtschaftliche Zielsetzungen zu beachten, die auch für die Kapitalnachfrager im Hinblick auf die Anleiheausstattung bedeutsam sind.

Eine wesentliche Motivation für eine Kapitalanlage in Auslandsanleihen ist die erzielbare Rendite. Sie muß höher sein als die der inländischen Anleihen, da der Investor eine zusätzliche Prämie für das Eingehen des Währungsrisikos



und — infolge schlechterer Informationen — eines erhöhten Bonitätsrisikos erwartet. Nominalzins, Ankauf- und Tilgungskurs, Laufzeit und Terminierung der Zins- und Tilgungszahlungen müssen bei Auslandsanleihen so gestaltet sein, daß sich eine gegenüber Inlandsanleihen günstigere Anlagerendite errechnet. Als weiterer Renditefaktor tritt die Besteuerung der Erträge aus den Auslandsanleihen auf, die von Land zu Land zum Teil erhebliche Unterschiede aufweist. Dieser Gesichtspunkt ist sowohl vom Anleger als auch vom Emittenten genau zu beachten.

Die Sicherheitsüberlegungen des Investors richten sich nach *Wielens* auf drei verschiedene Faktoren:

- Bonität des Emittenten
- Standing des Emissionskonsortiums
- Höhe des Währungsrisikos.

Die Beurteilung der Bonität eines ausländischen Schuldners unterliegt zunächst den allgemein bestehenden Schwierigkeiten bei Kreditwürdigkeits- und -fähigkeitsprüfungen. Das Standing des Emissionskonsortiums trägt in hohem Maße zum Emissionserfolg bei. Erstklassige Konsorten bei der Begebung können als Bonitätsgarantie für den Begeber von Auslandsanleihen gelten.

Einen wichtigen und von *Wielens* mit Recht ausführlich behandelten Sicherheitsaspekt stellt das Währungsrisiko dar. Während das „inländische Währungsrisiko“ (Geldwertrisiko) keine für Auslandsanleihen spezifisch bedeutsamen Gesichtspunkte ergibt, resultieren aus dem „ausländischen Währungsrisiko“ eine Fülle interessanter Probleme, die für Anleger und Emittenten gleichermaßen von Relevanz sind. Das ausländische Währungsrisiko wird vereinfachend als Paritätsänderungsrisiko einerseits und Transferrisiko andererseits definiert.

Für die Emittenten ergibt sich aus der Interessenlage des Anlegers das Problem der Wahl einer attraktiven Anleihewährung und der Ausstattung der Anleihe mit besonderen Währungsklauseln. Beide Fragen werden eingehend erörtert.

Das Transfer-Risiko wird für den Schuldner in der Situation einer begrenzten oder fehlenden Inländerkonvertibilität und begebener Fremdwährungsanleihe relevant. In diesem Fall kann er trotz vorhandener Inlandsguthaben seinen Zins- und Tilgungsverpflichtungen im Ausland nicht nachkommen. *Wielens* stellt fest, daß bei den meisten von ihm untersuchten Auslandsanleihen keine Transfergarantien gegeben sind und fordert daher, eine derartige Garantie als unbedingtes Merkmal in die Ausstattung von Auslandsanleihen aufzunehmen. Für den Anleger ergibt sich ein Transferproblem nur dann, wenn die erworbenen Papiere auf eine für ihn ausländische Währung lauten. Auf dieses Risiko wird er i. d. R. in den Anleihebedingungen hingewiesen.

Sodann werden Überlegungen hinsichtlich der Auswirkungen des Paritätsänderungsrisikos für die Kaufentscheidung des Kapitalanlegers angestellt. Der Verfasser kommt im Gegensatz zu kanadischen und US-amerikanischen Unter-



suchungen (Kindleberger, Helleiner) — bei einer Gegenüberstellung sind allerdings grundlegende institutionelle Unterschiede zwischen den europäischen und den amerikanischen Kapitalmärkten zu bedenken — zu dem Ergebnis, daß bei allen auf kurze und mittlere Frist ausgerichteten Anlageentscheidungen ein unmittelbarer Einfluß seitens des Paritätsänderungsrisikos besteht. Dem muß zugestimmt werden, da der Kapitalmarkt gerade als Transformationsstelle unterschiedlicher Fristenvorstellungen der Kapitalgeber und -nehmer fungiert.

Als mögliche Maßnahme zur Begrenzung des Paritätsänderungsrisikos für Anleger und/oder Emittenten stellt der Verfasser mehrere Ausgestaltungen der Anleihebedingungen dar.

Anleihen mit multipler Währungsklausel bedeuten für den Erwerber eine wesentliche Sicherung. Er ist berechtigt, Zins- und Tilgungszahlungen auf eigenen Wunsch in einer der in den Anleihebedingungen genannten Währung zu verlangen. Für den Emittenten ergibt sich hieraus ein Moment der Unsicherheit und eine ständige Verlustgefahr, da der Anteilsinhaber jeweils die für seine Interessen günstigste und damit für den Emittenten ungünstigste Währung wählen wird. Daneben wird ein genereller Einwand gegen Anleihen mit multipler Währungsklausel vorgebracht: Die Optionsklauseln werden als Zeichen eines allgemeinen Mißtrauens sowohl gegen die fixierten Währungsparitäten als auch gegen die ursprüngliche Anleihewährung gewertet.

Als Drittwährungsanleihen werden die Emissionen bezeichnet, die weder auf die Währung des Emittenten noch die des Emissionslandes lauten. Wesentlich für die Wahl der Anleihewährung ist in diesem Fall ihre Stabilität, so daß nur wenige Währungen in Frage kommen. Auf breiter Front hat sich nur der US-Dollar als Anleihewährung durchgesetzt. Daneben treten gelegentlich die DM und der Schweizer Franken als Drittwährung auf.

Von belgischen Emissionsbanken wurde ein neuer Weg beschritten. Als Anleihewährung wurden Rechnungseinheiten eingesetzt, die auf besondere Weise mit sämtlichen europäischen Währungen verknüpft sind. Man wollte die Währungsrisikosituation der Emittenten von der Währungslage eines Landes unabhängiger gestalten und zusätzlich Anlegern aller europäischen Länder Erwerbsanreize bieten. Grundlage für die europäische Rechnungseinheit ist eine Bindung an die Währungen der 17 Mitgliedsländer der EZU, die als Referenzwährungen bezeichnet werden. Diese Bindung kann nicht durch die Änderung einer Währung, sondern nur nach einem bestimmten Schlüssel der Paritätsverschiebungen mehrerer Währungen verändert werden.

Bei der Wahl des Schlüssels wurden im Laufe der Zeit verschiedene Möglichkeiten erprobt, was dazu führte, daß sich heute die auf Rechnungseinheiten lautenden Auslandsanleihen mit voneinander abweichenden Ausstattungen hinsichtlich der Anleihewährung präsentieren. Eine weitere Schwierigkeit entstand aus der Wahl der Zahlungswährung. Auch hier haben unterschiedliche Klauseln Eingang in die Anleihebedingungen gefunden. Heute hat sich bei Schuldnern und

Gläubigern ein modifiziertes Wahlrecht durchgesetzt: Aus der Vielzahl der Referenzwährungen wurden einzelne als Zahlungswährung (currency of payment) bestimmt, die von beiden Parteien frei gewählt werden können. Ausgenommen blieb der Schweizer Franken aus internen währungspolitischen Gründen.

Aus der zweifellos größeren Unabhängigkeit dieses Anleihetyps von Paritätsänderungen einer Währung sowie der jeweiligen nationalen Wirtschafts- und Währungspolitik ergibt sich für den Investor eine zusätzliche Stabilität. Diese wird jedoch infolge der Kompliziertheit der Rechnungsgrundlagen nicht immer offensichtlich und scheint ein Grund für die geringe Verbreitung dieses Anleihetyps an den europäischen Kapitalmärkten zu sein. *Wielens* gibt jedoch einen optimistischen Ausblick dieser Anleiheausrüstung vor allem im Zusammenhang mit den Bemühungen um eine europäische Währungsunion.

Als weitere Möglichkeit zur Einschränkung des Paritätsänderungsrisikos wird die Auflage von Auslandsanleihen in Form von Parallelanleihen angeführt. Hier wird eine Anleihe in nationale Tranchen zerlegt, die auch unterschiedliche Ausstattungsmerkmale aufweisen können. Für den einzelnen Investor wird auf diese Weise — sofern er tatsächlich in Inlandswährung investiert — das Paritätsänderungsrisiko beseitigt. Der Emittent trägt dagegen das volle Paritätsänderungs- und das Transferrisiko.

Schließlich weist der Verfasser auf convertible und option bonds hin. Insbesondere bei Wandelanleihen spielt das Währungsrisiko nur am Rande eine Rolle, da hier die mit einem Aktienkauf verbundenen Ertrags- und Wachstumsaussichten als Erwerbsmotivationen im Vordergrund stehen. Es ist bedauerlich, daß *Wielens* diese beiden Formen von Auslandsanleihen, die heute eine sich stärker durchsetzende Emissions- und Anlageart darstellen, nicht eingehender behandelt hat.

Als weiterer Sicherheitsaspekt wird die Rolle des Hedging als Aktiv-Motivation für den Kauf von Auslandsanleihen beleuchtet. Dies ist zwar grundsätzlich richtig, müßte jedoch hinsichtlich Verpflichtungs- und Anlagedauer differenzierter behandelt werden. Auch wäre eine stärker betriebswirtschaftlich orientierte Betrachtungsweise dieses Problems wünschenswert gewesen.

Unter dem Gesichtspunkt der Liquidität — genauer: der jederzeitigen Liquidisierbarkeit der Obligationen — als Anlagekriterium erweisen sich Aufbau und Pflege eines breiten Sekundärmarktes als besonders wichtig. *Wielens* kritisiert die in einigen Ländern einen Handel größeren Umfangs hemmenden starren und besonders für den Markt der Auslandsanleihen ungünstigen Anlagevorschriften.

Einen interessanten Hinweis auf einen Ausbau des europäischen Kapitalmarktes bieten die Ausführungen über Arbitragemöglichkeiten zwischen den einzelnen nationalen Kapitalmärkten.

### **Internationale Emissionshäuser als Vermittler zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage**

In einem das Kapital über die Marktelemente für Auslandsanleihen abschließenden Abschnitt geht der Verfasser auf die besonders auch für den Bankpraktiker wissenswerte Rolle der Emissionshäuser ein, die als Vermittler zwischen Kapitalangebot und -nachfrage auftreten. In Anlehnung an die amerikanische Literatur (Gerstenberg) werden folgende Funktionen der Emissionshäuser besonders herausgestellt:

- Funktion eines Ratgebers für kapitalsuchende Unternehmen
- Vorbereitung des Emissionsvorhabens
- Aufbau eines gut funktionierenden Absatzsystems
- Aufbau eines Sekundärmarktes nach erfolgter Placierung.

Von den unterschiedlichen Emissionsverfahren — freihändiger Verkauf, Subskription, unöfentliches Verfahren, Underwriting — sieht Wielens das Underwriting als geeignetstes Verfahren für die Emission von Auslandsanleihen an. Er beschreibt eingehend die einzelnen Schritte einer auf diesem Wege durchgeführten Emission von der Vertragsanbahnung bis zur Bildung einer Selling Group. Als Ergänzung zu diesen Ausführungen finden sich im Anhang des Buches Muster von Konsortial- und von Übernahmeverträgen sowie eines Selling Group Agreements.

In ebenso instruktiver Weise werden die Einrichtung und Aufrechterhaltung eines Sekundärmarktes beschrieben. Dabei sind die Betrachtungen zur Einführung eines internationalen Effektingiroverkehrs angesichts in dieser Richtung bereits bestehender Vorstöße am Euro-Kapitalmarkt besonders aktuell.

### **Entwicklung und Analyse der Emission von Auslandsanleihen nach dem Zweiten Weltkrieg**

Der zweite Hauptabschnitt befaßt sich mit der Entwicklung und der Analyse von Auslandsanleihen nach dem Zweiten Weltkrieg. Dabei werden zwei voneinander getrennt behandelte Phasen unterschieden:

- die Zeit von 1945 bis Mitte 1963, in der New York als dominierender Emissionsplatz für Auslandsanleihen galt (Phase I);
- die Zeit von Mitte 1963 bis Mitte 1966, in der die europäischen Emissionsmärkte zunehmend an Gewicht gewinnen (Phase II).

Als Begründung der überragenden Stellung der USA als Kapitalmarktzentrum vor 1963 werden vor allem die mangelnde Funktionsfähigkeit europäischer Kapitalmärkte sowie geringe Gold- und Devisenbestände der europäischen Länder angeführt. Diese Verhältnisse führten zu gegen die Auflegung von Auslandsanleihen gerichteten Devisen- und Emissionsbestimmungen.



Eine erste Wandlung in der absoluten Vormachtstellung New Yorks wurde im Jahre 1958 durch die Einführung der freien Konvertibilität der europäischen Währungen bewirkt. Eine endgültige Umstrukturierung der Machtverhältnisse zugunsten einer steigenden Bedeutung der europäischen Kapitalmärkte löste die Einführung der amerikanischen Interest Equalization Tax (IET) im Jahre 1963 aus. Damit trat die Phase II ein. Neben europäischen traten auch amerikanische Unternehmen als Kapitalnachfrager auf. Sie emittierten vor allem auf dem Euro-Markt, um mit den Gegenwerten ihre Auslandsinvestitionen ohne gleichzeitige Belastung der Zahlungsbilanz durch Geldexporte zu finanzieren, und erreichten einen Anteil von 24,6 % des Gesamtemissionsvolumens. Weitere große Nachfrager sind die EWG-Länder mit 23,9 % und die skandinavischen Länder mit 21,0 % (Betrachtungszeitraum: Mitte 1963 bis Ende 1966). New York und vor allem die Schweiz verloren erheblich an Bedeutung, während insbesondere der deutsche Kapitalmarkt infolge seiner vollständigen Liberalisierung und der für Kapitalexporte günstigen Zahlungsbilanzsituation der Bundesrepublik in größerem Ausmaß an Gewicht gewann. Neben einigen nationalen Kapitalmärkten entwickelte sich der Euro-Emissionsmarkt — nicht zuletzt dank der internationalen Kooperation der Emissionshäuser — zu einer wichtigen Finanzmittelbeschaffungsquelle für die Wirtschaft.

Als Anleihtypen haben sich vornehmlich Dollaranleihen (72,1 % des Gesamtvolumens wurden in US-Dollar begeben) durchgesetzt. Daneben brachten es lediglich noch DM-Anleihen mit 19,4 % zu einem bedeutsamen Anteil.

### **Die Bedeutung der Emission von Auslandsanleihen für die Integration der Kapitalmärkte**

Der dritte Hauptteil dieses Buches befaßt sich mit den Integrationswirkungen der Auslandsanleihen für die Kapitalmärkte. Als Maß für den Integrationsvollzug wird dabei der Grad der Faktorpreis-Angleichung zwischen den einzelnen nationalen Märkten herangezogen. Sowohl klassische Auslandsanleihen als auch Euro-Emissionen werden auf ihre Integrationswirkungen geprüft. Dieser Ausgangspunkt ist interessant, da es sich bei den Konzeptionen an sich um Gegensätze handelt. Während klassische Auslandsanleihen „eine Zentralisierung der Kapitalmarkttransaktionen begünstigen, ermöglichen die Euro-Emissionen eine Integration trotz dezentraler Börsengeschäfte“. Die Euro-Emission ist von vornherein in ein System internationaler Kooperation der beteiligten Emissionshäuser eingebettet.

Wielsens untersucht zunächst einige Finanzplätze auf ihre Eignung als dominierendes internationales Kapitalmarktzentrum. Er gelangt zu dem Ergebnis, daß eine Integration nur über die Schaffung neuer Anleihtypen, die Internationalisierung der Emissionskonsortien und die zunehmende Verflechtung der Emissionsbanken erreicht werden könne. Dies würde ohne eine Zusammenfassung aller Operationen an einem Börsenplatz erfolgen.

Eine Gefährdung des fortschreitenden Ausbaus des Euro-Emissionsmarktes sieht Wielens vor allem in zwei Möglichkeiten: Einmal in der Einführung von Restriktionsmaßnahmen, die als Produkt nationaler Wirtschafts- und Währungspolitik gegen (freie) internationale Kapitalbewegungen gerichtet sind; zum anderen in einem Abbau der IET, da dieser sich zugunsten der Bildung eines einzigen, dominierenden Kapitalmarktzentrams auswirken könne. Letzteres würde eine Einengung des Euro-Emissionsmarktes und eine Erweiterung der klassischen Auslandsanleihen bewirken.

Durch Aggregation nationaler Kapitalnachfrage- und Angebotskurven zu einer internationalen Angebots- und einer Nachfragekurve versucht der Verfasser schließlich das Maß der Integration festzustellen. Er kommt zu dem Ergebnis, daß sich in- und ausländische Kapitalangebote und -nachfragen überlappen und folgert daraus eine integrationsfördernde Wirkung der Auslandsanleihen. Dieser Schluß wird zusätzlich durch mehrere Tabellen belegt.

Als Abschluß und Ergebnis seiner Untersuchungen stellt Wielens fest, daß Entwicklung und heutige Bedeutung des Euro-Emissionsmarktes gezeigt haben, daß der Aufbau eines internationalen Kapitalmarktes ohne Zentralisierung der Kapitalmarkttransaktionen an einem Ort möglich ist. Für eine weitere Institutionalisierung dieses Marktes bestehen allerdings noch erhebliche Schwierigkeiten: Kapitalangebot und -nachfrage sind nicht genügend bekannt, so daß die Marktlage schwer zu überblicken ist; Euro-Emissionen werden bisher nur im Freiverkehr börslich gehandelt, nicht aber im amtlichen Verkehr. Letzteres bewirkt ein gewisses Mißtrauen vor allem privater Anleger diesen Emissionen gegenüber. Es wird jedoch die Meinung vertreten, daß der Ausbau eines funktionsfähigeren Sekundärmarktes hier entscheidende Hemmnisse beseitigen könnte. Dazu gehört u. E. neben einer strengen Auswahl der Kapitalnehmer — nur Emissionen von Nachfragern erstklassiger Bonität sollten beim breiten Publikum placiert werden — auch eine entsprechende Kurspflege der Emissionsbanken, um nicht durch Kursstürze, wie sie in letzter Zeit am Markt für einige Euro-Wandelanleihen erfolgten, das Vertrauen der Anleger in den gesamten Euro-Markt zu erschüttern.

*Wielens* stellt weiterhin die — begrüßenswerte — Forderung nach einem Abbau bestehender devisenrechtlicher Beschränkungen und steuerlicher Hemmnisse für den internationalen Kapitalverkehr auf und verweist auf diesbezügliche Integrations- und Harmonisierungsvorschläge der EWG und der OECD, die als Grundlage für Überlegungen hinsichtlich einer Neuordnung dienen sollten.

Insgesamt stellt die Schrift von *Wielens* einen interessanten und aufschlußreichen Beitrag zu dem schwierigen Fragenkomplex der Auslandsanleihen und des Euro-Kapitalmarktes dar. Ihre Lektüre kann sowohl dem Theoretiker als auch dem Praktiker wertvolle Einblicke in diese Probleme vermitteln und zu eigenen Lösungsversuchen anregen. Umfangreiche Literaturhinweise geben dem Leser Hinweise zu Vertiefungen einzelner Teilfragen, die *Wielens* offensichtlich aus Rummangel (leider) nicht durchführen konnte. Diese werden insbesondere



auf betriebswirtschaftlichem Gebiet, in den Bereichen der Unternehmensfinanzierung und der Bankbetriebspolitik, anzustellen sein.

Lutz Raettig

Görgens, E.: Wettbewerb und Wirtschaftswachstum. Verlag Rombach, Freiburg 1969, 288 S., 24,— DM.

Wirtschaftswachstum ist heute allgemein als eines der großen wirtschaftspolitischen Ziele anerkannt. Für die wirtschaftspolitischen Instanzen ist es deshalb außerordentlich wichtig, brauchbare Rezepte zu bekommen, um dieses Ziel in optimaler Weise zu erreichen. Nach moderner wissenschaftstheoretischer Auffassung ist es dazu („nur“) notwendig, empirisch getestete und vorläufig bestätigte Theorien in eine Technologie umzuformulieren (*Hans Albert*). Kennt man die Ursache-Wirkung-Beziehung zwischen verschiedenen Variablen, so kann man diese in die Mittel-Ziel-Beziehung umfunktionieren und so als Grundlage einer rationalen Wirtschaftspolitik verwenden. Nun ist aber gerade die Wachstumspolitik „auf mehr oder weniger problematische Schlußfolgerungen aus einer Theorie angewiesen, die, obwohl sie den Namen Wachstumstheorie führt, zum großen Teil überhaupt nicht die Ursachen des Wachstums aufzudecken vermag. Stattdessen widmet sie sich primär der Analyse des Gleichgewichts im Wachstumsprozeß und ergänzt damit eher die Grundlagen der Konjunkturpolitik, als daß sie die Wachstumspolitik stützt“ (so *Dürr* im Vorwort zu dem vorliegenden Buch, S. 11).

Görgens geht es indessen um die „Aufdeckung von Wachstumsursachen, die neben den zweifellos nicht unbedeutenden Investitionen das Wachstumstempo bestimmen, die vielleicht die Investitionen erst wachstumswirksam machen und unter Umständen gemeinsame Bedingungen sowohl der Investition als auch der Produktivität des Kapitals sind“ (S. 12). Eine der vermuteten Wachstumsursachen ist nach Görgens Meinung die Intensität des Wettbewerbs, deren Bedeutung für das wirtschaftliche Wachstum und die Komponenten der Wachstumsrate (Investition, Kapitalkoeffizient, Restgröße der makroökonomischen Produktionsfunktion) er untersucht.

Görgens gliedert seine Arbeit in einen „Theoretischen“ und einen „Empirischen Teil“. „Theoretisch“ sind für ihn einmal die logisch möglichen Beziehungen zwischen Wettbewerb und Wachstum und zum zweiten die Darstellung der verschiedenen ökonomischen Theorien, die irgendeinen Zusammenhang zwischen diesen beiden Variablen behaupten. Ergebnis des „Theoretischen Teils“ ist die Feststellung, daß „weder die Wachstumsmodelle vom *Harrod/Domar*-Typ noch die klassischen Wachstumsmodelle empirisch gehaltvolle Aussagen (formulieren)“ (S. 83). Auch bei *Marx*, *Schumpeter*, *Smith*, *Ricardo* fehlen weitgehend operationale Definitionen der Wettbewerbsintensität.

Zu Beginn des „Empirischen Teils“ versucht der Verfasser dann selbst operationale Definitionen des Wirtschaftswachstums und der Wettbewerbsintensität auf-



zustellen. Für die Bestimmung verschiedener Wettbewerbsintensitätsgrade erscheinen ihm vier Kriterien als geeignet:

- (1) Der Umfang der Einflußnahme des Staates auf den Wirtschaftsprozeß;
- (2) die Einstellung zum Wettbewerb;
- (3) die wettbewerbspolitischen Maßnahmen und institutionellen Bedingungen im Inland;
- (4) wettbewerblich-relevante Maßnahmen, welche die Beziehungen mit dem Ausland betreffen.

Als Maßstab für das Wirtschaftswachstum werden angesehen: die Steigerung des realen Sozialprodukts und die Wachstumskomponenten: Kapitalkoeffizient, Investitionsquote und technischer Fortschritt.

Die Beziehung zwischen Wettbewerb und Wirtschaftswachstum wird dann durch die Gegenüberstellung der Wettbewerbsgesetzgebung und der Wachstumsraten in 14 Ländern getestet. „Wenn auch die Hypothese über einen positiven Zusammenhang zwischen der Schärfe der Wettbewerbsgesetzgebung nicht vorbehaltlos akzeptiert werden kann, so wird doch andererseits die Hypothese der Wachstumshemmung durch Verbotsgesetzgebung verworfen. Das statistische Material bietet keinen Beleg, daß Länder mit Verbotsgesetzgebung im allgemeinen niedrigere Wachstumsraten hätten als Länder mit Mißbrauchsgesetzgebung“ (S. 138).

Da die Wettbewerbsgesetzgebung nur eines der vom Verfasser gewählten Kriterien ist, welche die Wettbewerbsintensität bestimmen, gibt der leicht positive Zusammenhang zwischen Wettbewerbsgesetzgebung und Wirtschaftswachstum noch keinen hinreichenden Aufschluß über die Beziehung zwischen Wettbewerbsintensität und Wirtschaftswachstum. *Görgens* nimmt deshalb anhand der vier als relevant angesehenen Kriterien eine Klassifizierung der 15 Länder (von Belgien über BRD, Japan bis USA) vor und bestimmt so die Wettbewerbsintensitätsgrade der einzelnen Länder. Die Wettbewerbsintensitätsgrade stellt er den Wachstumsraten der jeweiligen Länder gegenüber. Ergebnis ist, daß zwischen der Intensität des Wettbewerbs und der Höhe der Wachstumsrate ein enger positiver Zusammenhang besteht. Auch die Gegenüberstellung von Wettbewerbsintensität und den Wachstumskomponenten marginaler Kapitalkoeffizient und technischer Fortschritt zeigt einen beachtlich großen Zusammenhang.

Diese Querschnittanalyse wird ergänzt durch eine Zeitreihenanalyse für die deutsche Entwicklung. Dabei wird die Hypothese der Wachstumsförderung durch Kartelle durch das vorhandene statistische Material nicht bestätigt (S. 241). Ein letzter Test gilt der Wettbewerbsintensität und dem Wachstum der Stahlindustrie in verschiedenen Ländern; auch hier der gleiche positive Zusammenhang.

Die Ergebnisse der theoretischen und empirischen Analyse von *Görgens* können als Falsifizierung der Hypothese angesehen werden, daß Wettbewerbsbeschränkungen „immer und überall“ ein wichtiger Wachstumsfaktor sind. Für die Wirt-

schaftspolitik kann aus diesen Tests die Schlußfolgerung gezogen werden, daß unter den Bedingungen der untersuchten Länder eine Wettbewerbsintensivierung durchaus einen positiven Einfluß auf die Wachstumsrate haben kann. Diese Aussage ist wiederum interessant im Hinblick auf die erneute wettbewerbspolitische Diskussion in der Bundesrepublik.

*Görger's* Buch ist ein Beweis für eine begrüßenswerte neue Tendenz in der Nationalökonomie, weg von dem „Modellplatonismus“ (*Hans Albert*) post-keynesianischer und neoklassischer Prägung, hin zu operationalen, empirisch getesteten Theorien. Schon allein deswegen ist es lesenswert.

Karl-Heinz Dignas

*Jaeger, A. und Wenke, K.:* Lineare Wirtschafts algebra. Eine Einführung. Leitfaden der angewandten Mathematik und Mechanik, Bd. 13. B. G. Teubner, Stuttgart 1969, 334 S., Leinen 48,— DM, auch als Teubner Studienbuch (zweibändig). Bd. I, 174 S., kart. DM 14,—, Bd. II, 160 S., kart. DM 14,—.

Nach Ansicht des Rezensenten ist die mathematische Ausbildung des modernen Wirtschaftswissenschaftlers auch an fortschrittlichen Fakultäten deutscher Hochschulen zum Teil noch sehr unzureichend. Das liegt unter anderem auch daran, daß die notwendigen pädagogisch-didaktischen Voraussetzungen — und hierbei insbesondere die Lehrbücher — noch lückenhaft sind oder fehlen. Insofern ist jeder Beitrag, der mithilft, diese Lücke zu schließen, sehr zu begrüßen.

Das Mathematikstudium des Wirtschaftswissenschaftlers darf meines Erachtens kein Propädeutikum sein, in dem im wesentlichen nur die Rechenregeln der Schulmathematik aufgefrischt werden und das mit dem Aufstellen von im allgemeinen nicht verstandenen Merkgeregeln und „Kochbuchrezepten“ sein Bewenden hat. Vielmehr müßte in Zukunft die mathematische Ausbildung das Studium des Wirtschaftswissenschaftlers in den ersten vier bis sechs Semestern ungefähr in der Art und in dem Umfang begleiten, wie es heute beim Physiker der Fall ist. Wenn man eine derart stark mathematisierte Ausbildung befürwortet, so muß man auch die Frage nach dem Nutzen insbesondere für die spätere Berufspraxis beantworten: Man ist geneigt, zunächst mit Goethes Mephisto zu antworten „... Mein teurer Freund, ich rat' Euch drum *zuerst* Collegium Logicum...“. Die Teilgebiete der Mathematik wie insbesondere abstrakte Algebra oder Mengenlehre sind wie kaum eine andere Disziplin zum Erlernen des logischen Denkens geeignet. Und der Rezensent hat selbst erfahren müssen, daß elementare logische Begriffe und Sachverhalte wie „notwendige bzw. hinreichende Bedingung“ oder „Implikation“ bzw. „Äquivalenz“ sehr vielen Studenten der Wirtschaftswissenschaften absolut unklar sind und dadurch falsche Argumentationen zustande kommen. Andererseits wird eine *rationale* Wirtschaftspolitik zukünftig immer stärker auf quantitative Methoden und Modelle zurückgreifen, für deren Verstehen und insbesondere eigenständige und schöpferische Handhabung gute mathematische Grundkenntnisse unerlässlich sind.



Diese einleitenden Bemerkungen erscheinen dem Rezensenten wesentlich, um das ausgezeichnete Buch von *Jaeger* und *Wenke* als einen positiven Beitrag zu dem oben skizzierten Anliegen besser würdigen zu können. Dieses Buch müßte eigentlich nicht nur als Einführung in die lineare Wirtschafts algebra, sondern auch als Einführung in die mathematische (d. h. logische) Denkweise titulierte werden. Und das Beispiel des Unverständnisses einer notwendigen bzw. hinreichenden Bedingung ist oben nicht zuletzt deshalb gewählt worden, weil die Autoren diesem Sachverhalt einen eigenen sehr instruktiven Unterabschnitt widmen (S. 83 f.). Das gesamte Buch ist von dem besonderen Anliegen der Autoren begleitet, dem Leser das Typische der mathematischen Denkweise an Hand von Beispielen aus der linearen Algebra und deren Anwendung vornehmlich im mikroökonomischen Bereich zu demonstrieren.

Man würde daher dem Werk von *Jaeger* und *Wenke* Unrecht tun, wenn man es unter die mathematischen „Kochbücher“ für Wirtschaftswissenschaftler einreihen würde. Es ist vielmehr ein exaktes und strenges Lehrbuch, in dem das gesamte Gebiet der linearen Algebra einschließlich der linearen Optimierung und zahlreicher anderer Spezialgebiete relativ vollständig dargestellt ist. Daher ist dieses Buch gleich gut als begleitendes Lehrbuch einer entsprechenden Vorlesung oder zum Selbststudium geeignet. Im letzteren Fall wird aber vom mathematisch unvorbelasteten Leser ein besonders intensives Durcharbeiten erwartet, wozu die zahlreichen Übungsbeispiele und Aufgaben beitragen können. Allerdings wäre hierzu zu wünschen, daß bei diesen Aufgaben nicht nur gelegentlich Lösungen und Lösungshinweise angegeben werden, sondern daß in einem Anhang die Lösungen aller Aufgaben mit derselben Akribie und Exaktheit, wie sie im Text anzutreffen sind, dargestellt werden. Das wäre sicherlich eine lohnenswerte Investition in den Gesamtwert des Buches bei einer eventuellen Neuauflage.

Des weiteren seien noch einige Anmerkungen zur besonderen Terminologie von *Jaeger* und *Wenke* gemacht. Auch hierbei spürt man deutlich das didaktisch-pädagogische Anliegen der Autoren. Allerdings stutzt der mit der mathematischen Terminologie vertraute Leser zunächst, wenn er statt des Auflösens eines linearen Gleichungssystems nach dem *Gaußschen* Algorithmus den Begriff „entschlüsseln“ liest und wenn statt von Pivotelementen von „Schlüsseln“ bzw. „Schlüsselbunden“ die Rede ist. Da die Autoren außerdem bewußt auf jede geometrische Interpretation verzichten, was ansonsten insbesondere in der linearen Algebra nicht üblich ist, wird z. B. auch der Begriff „Vektor“ durch den Begriff „n-Tupel“ ersetzt. Lediglich der Begriff „linearer Raum“ wird — obwohl auch nicht geometrisch interpretiert — übernommen. Hier stellt sich die Frage, ob nicht selbst dann, wenn die neu eingeführten Begriffe treffender und besser sind, dem ungeübten Leser ein Überwechseln auf die andere Literatur mit der allgemein üblichen Nomenklatur erschwert wird. Zum anderen ist insbesondere bei einer Einführung in die lineare Programmierung eine geometrische Interpretation als didaktische Unterstützung nützlich, nicht zuletzt auch wegen der Kompatibilität mit anderen Lehrbüchern. Noch ein Vorschlag am Rande: Anstelle des Ausdrucks



„Morphismus“ für eine Strukturabbildung sollte man besser die in der deutschsprachigen Literatur übliche Bezeichnung „Homomorphismus“ verwenden. Allerdings muß man den Autoren auch bescheinigen, daß ihre terminologische Akribie in vielen Fällen zu noch klareren und saubereren Differenzierungen führt, als sie selbst in den Lehrbüchern der reinen Mathematik anzutreffen sind. In diesem Zusammenhang sei insbesondere auf die sehr gute Unterscheidung zwischen Menge und Familie hingewiesen. Die Autoren erwähnen im Vorwort ausdrücklich, daß sie den Begriff der Matrix noch schärfer einführen, als das z. B. bei *Bourbaki* der Fall ist. Im wesentlichen werden für die Spalten- und den Zeilenindices beliebige geordnete Indexmengen zugelassen. Auch hier stellt sich wiederum die Frage, ob diese Allgemeinheit und zusätzliche Abstraktion der Anfänger nicht verwirrt. Man könnte statt dessen — wie üblich — als Indexmenge nur die Anfangsteile der natürlichen Zahlenachse zulassen und in einer zusätzlichen Erklärung darauf hinweisen, daß auch andere Indexmengen, die hierzu isomorph sind, gewählt werden können. Insgesamt betrachtet haben die besonderen terminologischen Bemühungen der Autoren in vielen Fällen didaktische Vorteile, sie sind auch aus Gründen der Exaktheit häufig wünschenswert und der Rezensent wäre sicherlich nicht traurig, wenn sich seine oben geäußerten Bedenken bei der praktischen Lehrerprobung des Buchs als gegenstandslos erweisen würden.

Zum Inhalt: Nach einer Einleitung für Nichtmathematiker, in der insbesondere Bemerkungen zum Verständnis der Mathematik und deren Terminologie gemacht werden, werden anschließend die klassische Theorie der linearen Algebra und insbesondere der linearen Gleichungs-, Ungleichungs- und Optimierungssysteme behandelt und die klassischen Algorithmen hierzu angegeben. Als Anwendungsbeispiele werden mikroökonomische Produktionsvorgänge dargestellt. Sehr wesentlich und gut ist der Abschnitt 3, der mit „Mengen, Strukturen und Modellen“ überschrieben ist. Insbesondere ist die klare Darstellung von algebraischen Strukturen und deren Abbildungen sehr positiv zu vermerken, weil es nicht zum üblichen Stoff der Lehrbücher über lineare Algebra gehört. Dieser Abschnitt wird durch einen ausgezeichneten Unterabschnitt über Abbildungen zwischen empirischen und abstrakten Strukturen, d. h. über den Modellbegriff abgeschlossen. Er sollte — vielleicht noch mit einigen Beispielen aus der Makroökonomie angereichert — jedem Modellbauer aber auch jedem Kritiker von ökonomischen und ökonometrischen Modellen ins Stammbuch geschrieben werden. Ein weiterer Abschnitt behandelt „Familien, Tupel (Vektoren) und Matrizen“ mit den üblichen Rechenregeln und Lehrsätzen, der mit Abschnitt 5 unter dem Titel „Linearität“ unmittelbar fortgesetzt wird. Abschnitt 6 behandelt im wesentlichen weitere Sätze über lineare Gleichungssysteme, die Dualität von linearen Programmen und entsprechende Fundamentalsätze zur linearen Programmierung. Im letzten Abschnitt werden schließlich „spezielle Methoden und Probleme“ behandelt. Er hat in etwa den Charakter eines Anhangs. Hier werden unter anderem Lehrsätze über Relationsmatrizen für die Elemente endlicher Mengen und Algorithmen zur Äquivalenzklassenbildung auf Grund von transitiven Relationserweiterun-

gen dargestellt. Des weiteren behandelt der letzte Abschnitt noch Dekompositionsalgorithmen, Transportprobleme und die Sensitivitätsanalyse.

Wenn das ausgezeichnete Buch neben dem Lehrbuch auch noch ein ständiges Nachschlagewerk für den Lernenden sein soll, wozu es wegen seines systematischen Aufbaus sicherlich gut geeignet ist, so wären vielleicht noch differenzierte und ausführliche Literaturhinweise bei den einzelnen Kapiteln, Methoden und Algorithmen angebracht. Das pauschale Literaturverzeichnis am Ende des Bandes, auf das im Text keinen Bezug genommen wird und das im wesentlichen nur Standardliteratur enthält, erfüllt diesen Zweck nicht.

Zusammenfassend betrachtet muß man den Autoren bescheinigen, daß ihnen ein sehr gutes Lehrbuch gelungen ist, das die Lehrbuchliteratur der Wirtschaftsmathematik wesentlich bereichert. — *Euclid* wurde einmal von seinem König Ptolemaeus Philadelphus nach einer bequemen Unterrichtsmethode der Mathematik gefragt und er antwortete: „Zur Mathematik führt kein Königsweg“. Dieser Ausspruch des berühmten Geometers gilt wie seine mathematischen Lehrsätze auch heute noch und auch für die moderne Wirtschaftsmathematik. Das Buch von *Jaeger* und *Wenke* hat allerdings viel zur Begrädigung dieses Weges und zu einer ordentlichen Wegbeschreibung beigetragen.

Bernhard Korte, Bonn

*Humbert*, Christian: Internationale Anleihen. Aufgaben, Bedeutung und Grundprobleme. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1969, 216 S., DM 25,—.

Die vorliegende Untersuchung *Humberts* über Internationale Anleihen ist zu einem Zeitpunkt erschienen, in dem sie sowohl für deutsche Emittenten als auch Anleger außerordentlich nützlich ist, sich über einen stark in den Vordergrund gerückten Finanzierungs- und Anlagetyp zu informieren. Es wird versucht, einen Einblick in betriebs- und volkswirtschaftliche Bestimmungsgründe der Emission und des Erwerbs internationaler Anleihen bzw. Schuldverschreibungen, die notwendigerweise gemeinsam betrachtet werden müssen, zu geben. Daran schließt sich eine Analyse der Einzelrisiken (wirtschaftliches, währungspolitisches, politisches Risiko) an; diese werden als „Grundprobleme“ der Internationalen Anleihen angesehen.

Grundsätzlich werden als Internationale Anleihen nur solche bezeichnet, die in „verschiedenen Staaten aufgelegt“ werden und nicht in einem „einzigem Gläubigerland juristisch beheimatet“ sind (S. 19). Damit schränkt *Humbert* sein Betrachtungsfeld erheblich ein und scheidet die „schlichte Auslandsanleihe“, die auf die Bedürfnisse eines Kapitalmarktes abgestellt ist und heute noch den Regelfall darstellt, aus. Dadurch werden zwangsläufig Risikobetrachtungen und Risikoklauseln wie die „option de place“ und „option de change“ stark in den Vordergrund gerückt.

Die Analyse der Bestimmungsgründe teilt sich in die Behandlung der wesentlichen Motivationen des Schuldners und des Gläubigers.



Als einzelwirtschaftliche Gründe für die Emission internationaler Anleihen werden im wesentlichen die folgenden genannt:

- mangelnde Ergiebigkeit des heimischen Kapitalmarktes, bzw. größere Ergiebigkeit ausländischer Kapitalmärkte und damit höheres mögliches Emissionsvolumen bei relativ geringeren Kosten;
- geringere Finanzierungskosten im Ausland;
- Schaffung einer breiteren Kapitalbeschaffungsbasis und damit größerer finanzieller Elastizität des Unternehmens.

Neben diesen speziell finanzierungswirtschaftlichen Gründen spielt die Anpassung der Kapitalbeschaffung an die allgemeine Geschäftspolitik eine wesentliche Rolle. Ist die Geschäftspolitik international ausgerichtet und bewirkt sie das Entstehen von Auslandsforderungen in nennenswerter Höhe, so ergibt sich für das Unternehmen ein erhebliches Währungsrisiko. Diesem kann nur durch Abschluß von Gegengeschäften in gleicher Höhe begegnet werden. Ist dies im Warengeschäft nicht möglich (Waren-Hedging), so bietet sich als Maßnahme das Finanz-Hedging, hier in Form der Auflegung einer internationalen Anleihe, an. Eine mit Währungsrisiken belastete Forderung wird kompensiert durch eine mit gleichlaufenden währungsrisikopolitischen Vorteilen versehene Verbindlichkeit. Das wesentliche Problem ist hierbei die Frage der Abstimmung der Fristen; dies wird wahrscheinlich nie exakt zu lösen sein. Vielmehr bedarf es dazu einer Feinabstimmung durch den Abschluß kurzfristiger Devisentermingeschäfte. Der Anleihe-Vertrag orientiert sich grundsätzlich an einem Sockelbestand an Währungsforderungen. Zu diesen Überlegungen vermißt der Rezensent eingehendere Untersuchungen des Kosten-Aspektes des Finanz-Hedging.

Schließlich spricht *Humbert* als Aktiv-Motivationen Standingpflege und Public Relationspflege an, die sowohl für privatwirtschaftliche als auch für öffentliche Emittenten von einiger Bedeutung sein können. Dabei wird insbesondere auf die Eigenschaft der Anleihe als Werbeträger hingewiesen.

Gesamtwirtschaftliche Gründe für die Emission internationaler Anleihen ergeben sich vorrangig für Länder, deren Kapitalmarkt nicht genügend ergiebig ist. Der damit verbundene Kapitalimport hat den Vorteil einer unbeschränkten Verfügbarkeit der gewonnenen Mittel für die Schuldnerländer. Untersuchungen zur Auswirkung des Kapitalimports auf Wirtschaftswachstum und Einkommensverteilung, die freilich Probleme nur anreißen können, runden diesen Punkt der Aktiv-Motivationen der Emission internationaler Anleihen ab.

Für den Gläubiger geht *Humbert* von der sicherlich richtigen Unterstellung aus, daß die Anlagestreue nur zu einem relativen Risikominimum führe. Weder bewirke sie einen absoluten Ausschluß von Vermögensverlusten, noch ermögliche sie maximale Ausnutzung von Marktchancen.

Als zusätzliche Aspekte der Risikoverteilung werden genannt: Ausnutzung eines qualitativen Gefälles zwischen einzelnen Währungen, vor allem im Hinblick auf Konvertibilität und freien Transfer; Ausgleich politischer Unsicherheitsfak-



toren; Ausnutzung der Vorteile einer weltweiten branchenmäßigen Streuung; erhöhter Inflationsschutz durch internationale Anlagestreuung.

Schließlich wird — u. E. zu Unrecht — auf die gegenüber deutschen Renten erhöhte Liquidität der internationalen Anleihen hingewiesen. Diese Schlussfolgerung erscheint insbesondere angesichts der Interdependenz der nationalen Kapitalmärkte und des relativ weitgehend liberalisierten Kapitalverkehrs nicht einsichtig.

Zuzustimmen ist dem Verfasser dagegen bei der Interpretation der positiven Renditedifferenz zwischen internationalen und nationalen Anleihen als Äquivalent für eine Risikoubernahme. Dieser Ertrags Gesichtspunkt kann u. U. bei der Anlageanalyse ausschlaggebend für die Anlage in internationalen Rentenwerten sein.

Die gesamtwirtschaftliche Betrachtung befaßt sich mit Vor- und Nachteilen des Kapalexports und weist auf die wichtige Rolle des Staates, insbesondere seiner Währungsbehörden, im Rahmen der Kapitalanlageentscheidungen für den einzelnen Investor hin. Der internationalen Anleihe wird insbesondere eine integrationsfördernde Wirkung zuerkannt, wie dies auch schon *Wielens* (Die Emission von Auslandsanleihen, Wiesbaden 1968) festgestellt hat.

Ein weiteres Kapitel der Untersuchung *Humberts* befaßt sich mit den durch den grundsätzlichen Ausgangspunkt naturgemäß besonders wichtigen Risikoaspekten der internationalen Anleihen. Diese Grundprobleme werden aufgeteilt in das wirtschaftliche, das währungspolitische und das allgemeine politische Risiko. Dabei kommt der Analyse der währungsrisikopolitischen Aspekte die wesentliche Bedeutung zu. Dieser Abschnitt wird vor allem für den Finanzierungspraktiker, aber auch für Kreditinstitute von Interesse sein und wichtige Aufschlüsse über die Ausstattung der internationalen Anleihen mit Währungsklauseln liefern. Dies gilt ganz besonders für die bisher noch nicht sehr weit verbreiteten Anleihen auf Europäische Rechnungseinheiten oder Anleihen mit Währungsoptionsrechten.

Als objektive Faktoren für die Wahrscheinlichkeit einer Wechselkursänderung wird insbesondere die gültige Weltwährungsordnung genannt, solange nicht eine international koordinierte Wirtschaftspolitik betrieben wird.

Ebenso wird das Problem der Wertsicherungsklauseln im Zusammenhang mit der Indexanleihe als Ausfluß des (inländischen) Währungsrisikos ausführlich behandelt. Leider treten — wahrscheinlich aus Raumgründen — rein betriebswirtschaftliche Überlegungen in diesem Zusammenhang in den Hintergrund.

Bei der Behandlung des wirtschaftlichen Risikos weist *Humbert* mit Recht auf die bei internationalen Anleihen besonders wichtige Kreditwürdigkeitsprüfung der Volkswirtschaften hin, die an die Seite der Prüfung der Bonität des Anleiheschuldners zu treten hat. Dabei verschieben sich die Gewichte, je nachdem, ob es sich um Anleihen öffentlicher Emittenten, internationaler Organisationen oder privatwirtschaftlicher Unternehmen handelt. Der Prüfung der Struktur der Zahlungsbilanz kommt bei dieser volkswirtschaftlichen Kreditwürdigkeitsprüfung

eine ganz entscheidende Rolle zu. Die Notwendigkeit einer derartigen Prüfung wird als wesentlicher Unterschied zur nationalen Anleihe hingestellt.

Schließlich weist der Verfasser auf das u. U. für Emittenten und Anleger gleichermaßen außerordentlich starke Gewicht der staatlichen Eingriffe in Form direkter Maßnahmen, z. B. Transferverbot, oder indirekter Einflußnahme, z. B. unterschiedliche Besteuerung, hin. Die Möglichkeit und deren negative Folgen subsumiert er dem politischen Risiko. Diese Überlegungen können insbesondere beim Anleger trotz positiver Einschätzung sowohl der währungspolitischen als auch der wirtschaftlichen Risikosituation insgesamt zu einer negativen Anlageentscheidung am Markt für internationale Anleihen führen.

Die Untersuchungen *Humberts* weisen trotz der eingangs ausgesprochenen Einschränkungen auf den Typ der internationalen Anleihe ein hohes Maß an Vollständigkeit hinsichtlich der Aktiv-Motivationen bei Emittenten und Anlegern auf, so daß sie sich für eine Einführung in den Problembereich der internationalen Finanzierung und der internationalen (festverzinslichen) Kapitalanlage sehr gut eignen. Dieses Buch kann dem Finanzierungspraktiker eine wertvolle Hilfe sein. Für den Bankpraktiker und den Theoretiker ergeben sich allerdings — dies ist zum Teil durch Platzmangel bedingt und wird vom Verfasser im Schlußwort ausgesprochen — nur hin und wieder neue Anregungen.

Insgesamt eine abgerundete Analyse der Probleme der internationalen Anleihen, die in keiner Unternehmensbibliothek fehlen sollte.

Lutz Raettig

*Egger, Monika*: Die Finanzierung mittelständischer Unternehmen durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Österreich (Schriftenreihe der Österreichischen Bankwissenschaftlichen Gesellschaft, Heft XXIX), Manzsche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, Wien 1968, 114 S., brosch., DM 15,— (ö. S. 80,—).

Die Gründung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften zur Finanzierung nicht emissionsfähiger mittelständischer Unternehmen ist seit Beginn der sechziger Jahre ein aktuelles Thema der Mittelstandspolitik. Die Problemstellung ist bekannt. Ein sehr beachtlicher Teil der volkswirtschaftlichen Ersparnisbildung der Bundesrepublik vollzog sich in der Wiederaufbauphase der Nachkriegszeit im Unternehmensbereich, so daß durch die Selbstfinanzierung der Eigenkapitalbedarf im allgemeinen gedeckt werden konnte. Als sich jedoch in der Folgezeit der Schwerpunkt der Ersparnisbildung mehr und mehr zu den privaten Haushalten verlagerte, konnte gerade in der mittelständischen Wirtschaft die Eigenkapitalbasis nicht mehr so verbreitert werden, wie es eigentlich das betriebliche Wachstum erfordert hätte. Es galt, neue Finanzierungsformen zu entwickeln, um dem zusätzlichen Eigenkapitalbedarf durch Aufnahme von Beteiligungskapital entsprechen zu können.

Diese Überlegungen führten in der Bundesrepublik schon vor Jahren zur Gründung der ersten Kapitalbeteiligungsgesellschaft. Gegenwärtig dürfte es über ein Dutzend solcher Gesellschaften geben, wovon die meisten vom Kreditgewerbe gegründet und auch finanziert wurden. Die vorliegende Arbeit, die schon im



Jahre 1968 veröffentlicht wurde, konnte nur die frühen Erfahrungen zweier deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften verwerten. Die Ausarbeitung ist nach wie vor außerordentlich aktuell, weil die Autorin ein Modell für eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft entwickelt hat, das sich nach dem Muster von Investmentgesellschaften durch Ausgabe von Anteilscheinen am Kapitalmarkt refinanziert, um von dem immer breiter werdenden Strom der privaten Ersparnisbildung einen Teil als Kapitalbeteiligung für die mittelständische Wirtschaft abzweigen zu können. Wenn auch bei der Autorin schon wegen des Themas ihrer Arbeit der Finanzierungsgesichtspunkt im Vordergrund stehen muß, ergeben sich jedoch interessante Anknüpfungspunkte auch für die jüngsten Diskussionen in Deutschland, die eine derartige Refinanzierung der Kapitalbeteiligungsgesellschaften am Kapitalmarkt hauptsächlich unter dem vermögenspolitischen Gesichtspunkt der Beteiligung von Arbeitnehmern am Produktivvermögen der Wirtschaft sehen möchten.

### *Die Nachfrage nach Beteiligungen*

Die Notwendigkeit von Kapitalbeteiligungsgesellschaften wird von der Autorin uneingeschränkt aus gesamtwirtschaftlichen Überlegungen bejaht und mit statistischen Zahlen über Kapitalbedarf, Eigenkapitalausstattung, Sparkapitalbildung und Kapitalbeschaffung zu belegen versucht. Es ist nicht uninteressant, daß eine Arbeitsgruppe beim Bundeswirtschaftsministerium im Jahre 1969 fast denselben Versuch machte, anhand „objektiver Zahlen“ gesamtwirtschaftlicher und einzelbetrieblicher Art einen Bedarf an solchen Kapitalbeteiligungen nachzuweisen. Allerdings kam die Arbeitsgruppe zu dem Ergebnis, daß dieser Weg deshalb nicht zum Erfolg führen kann, weil der Mittelstand aus vielfachen wirtschaftlichen, aber vor allem auch aus psychologischen Gründen, noch nicht bereit ist, sich dieser relativ neuen Finanzierungsform zu bedienen. Für diese These spricht auch, daß die bisher bestehenden Kapitalbeteiligungsgesellschaften trotz aller Erfolge nur relativ wenige Beteiligungen haben, so daß sich von daher die Frage nach einer Refinanzierung am Kapitalmarkt überhaupt noch nicht gestellt hat. Die Autorin ist leider nicht näher auf diese zum Teil noch sehr stark ablehnende Haltung mittelständischer Unternehmen gegenüber Kapitalbeteiligungsgesellschaften eingegangen.

Die institutionalisierte Kapitalbeteiligung an mittelständischen Unternehmen muß, wenn sie sich durchsetzen soll, für beide Seiten interessante Bedingungen bieten. Der kapitalaufnehmende Unternehmer will seine Selbständigkeit so wenig wie möglich eingeschränkt wissen, und die Kosten für das aufgenommene Eigenkapital müssen sich in angemessenen Grenzen halten. Diesen Forderungen kommt die Autorin insoweit entgegen, als sie Mehrheitsbeteiligungen der Kapitalbeteiligungsgesellschaften ablehnt, sie generell auf maximal 25 % beschränkt und die Kontrollrechte der Kapitalbeteiligungsgesellschaften auf wirklich entscheidende Fragen beschränkt. Bei dieser Konstruktion, wie sie auch bei fast allen in der Bundesrepublik tätigen Kapitalbeteiligungsgesellschaften zu finden ist, wird die Selbständigkeit des mittelständischen Unternehmens weitgehend gewahrt. Neben der Kontrollfunktion kommen auf die Kapitalbeteiligungsgesellschaften auch nicht zu unterschätzende Beratungsaufgaben zu. Gerade die Praxis zeigte, daß in einzelnen Fällen die Beratungsfunktion der entscheidende Grund für die Aufnahme einer Kapitalbeteiligung war. Das vorliegende Modell fordert im Hin-



blick auf diese Beratungsaufgabe einen obligatorischen „Beirat“, der aber nur im Hinblick auf die vorgesehene Refinanzierung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft am Kapitalmarkt verständlich wird. Ansonsten könnte man die Bildung eines Beirats von den individuellen betrieblichen Verhältnissen abhängig machen, wie es auch in der Praxis zum Teil gehandhabt wird.

Im Interesse der mittelständischen Wirtschaft ist der weiteren Forderung voll- auf zuzustimmen, daß die Beteiligung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft zu Buchwerten, also ohne Berücksichtigung der vorhandenen oder während der Beteiligungszeit — die für 15 Jahre vorgesehen wird — gebildeten stillen Reserven erfolgen soll. Auch dieser Vorschlag hat sich in der Praxis weitgehend durchgesetzt.

Was man in diesem Zusammenhang vermißt, ist die gründliche Darstellung eines Kostenvergleichs zwischen Fremd- und Eigenkapital. Diese Überlegungen spielten in der mittelstandspolitischen Diskussion in Deutschland eine außerordentlich große Rolle. Die mittelständische Wirtschaft wies immer wieder darauf hin, daß für den einzelnen Unternehmer eine Aufnahme von Eigenkapital — wegen der günstigen Konditionen des Fremdkapitals — nur im äußersten Notfall in Frage kommen sollte, da das bei einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft aufgenommene Eigenkapital im allgemeinen viel zu teuer für einen mittelständischen Betrieb sei. Ein solcher Kostenvergleich hängt wesentlich davon ab, welche Konditionen die Kapitalbeteiligungsgesellschaft fordert. Hier werden in der jüngsten Praxis verschiedene Wege eingeschlagen.

#### *Die Refinanzierung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft*

Grundsätzlich kann man davon ausgehen, daß die Kapitalbeteiligungsgesellschaft entsprechend ihrem Anteil am erwirtschafteten Gewinn des mittelständischen Unternehmens wie am auftretenden Verlust beteiligt ist. Von dieser Lösungsmöglichkeit geht auch das vorliegende Modell aus, wobei selbstverständlich am ausgewiesenen Gewinn gewisse Korrekturen (außerordentliche Erträge usw.) vorgenommen werden. Eine andere Möglichkeit der Gewinnbeteiligung besteht darin, daß der mittelständische Unternehmer vorweg einen bestimmten Zinssatz für das aufgenommene Eigenkapital bezahlen muß, beispielsweise 7 % oder 8 %. An dem überschießenden Gewinn ist die Kapitalbeteiligungsgesellschaft beteiligt, allerdings begrenzt auf maximal 3 % bis 5 % des eingeschossenen Eigenkapitals, so daß der Gewinnanteil der Kapitalbeteiligungsgesellschaft insgesamt höchstens 10 % oder 12 % betragen kann. Als Gegengewicht für diese, für das Unternehmen relativ günstigen Bedingungen, wird in manchen Fällen ein Verlustausschluß vereinbart.

Für eine solche Regelung der Konditionenfrage sprach die Überlegung, daß vielfach zusätzliches Eigenkapital benötigt wird, um gewisse größere Investitionen durchzuführen. Solche Vorhaben belasten in den ersten Jahren, bevor die Investition die „Rentabilitätsreife“ erreicht hat, die gesamte Gewinnsituation. Wenn die Kapitalbeteiligungsgesellschaft generell am Gewinn beteiligt wird — ohne Vereinbarung eines Mindestzinses — so besteht die Möglichkeit, daß der mittelständische Unternehmer dann, wenn der rentabilitätsmäßige Erfolg der Investition sich auszuwirken beginnt, die Kapitalbeteiligung kündigt. Im vorliegenden Modell spielen diese Probleme keine Rolle, da eine unbegrenzte Ge-

winn- und Verlustbeteiligung vorgesehen ist. Da sich die von der Autorin entworfene Kapitalbeteiligungsgesellschaft durch die Ausgabe von Anteilscheinen refinanziert, müssen diese Anteilscheine allerdings eine deutlich höhere Rendite versprechen als weniger risikobehaftete Anlagen. Bei diesen Überlegungen wird davon ausgegangen, daß ein Risikozuschlag von mindestens 3 % und ein weiterer Zuschlag zur Deckung der Verwaltungskosten der Kapitalbeteiligungsgesellschaften von 2 % erforderlich ist. Die Durchschnittsrendite der Beteiligungen müßte also demnach um mindestens 5 % über dem Zinssatz für festverzinsliche Wertpapiere liegen. Die Autorin unterstellt als selbstverständlich, daß derartige Beteiligungen in hinreichender Zahl zu finden sind; jedenfalls taucht eine entsprechende Frage in der ganzen Untersuchung nicht auf, wenn man von der sehr generellen Feststellung absieht, die Gewinne lägen im allgemeinen nicht unwesentlich über den Kapitalmarktzinsen.

In diesem Zusammenhang ist es aufgrund der bisherigen Erfahrungen in Deutschland sehr fraglich, ob ein Verwaltungskostenzuschlag von 2 % ausreicht. Die Praxis hat gezeigt, daß beträchtliche Kostenbelastungen dadurch entstehen, da zahlreiche Anträge auf die Übernahme von Kapitalbeteiligungen geprüft werden müssen, bevor es überhaupt zur ersten Beteiligung kommt. In manchen Fällen soll das Verhältnis der überprüften und der tatsächlich angenommenen Anträge bei 100:5 bzw. 100:10 liegen. Berücksichtigt man ferner, daß die Prüfungs-, Kontroll- und Beratungsfunktionen auch erhebliche Kosten hervorrufen, so ist zweifelhaft, ob die von der Autorin unterstellte Rendite ausreicht. Hinzu kommt, daß nach dem Modell die Fungibilität der Anteilscheine eingeschränkt ist. Sie sind nicht börsenfähig, aber die Kapitalbeteiligungsgesellschaften sollen sich verpflichten, nach Möglichkeit und bei Bedarf die Anteilscheine zurückzunehmen. Dies erfordert einerseits eine gewisse Liquiditätshaltung, andererseits muß für die geringere Fungibilität auch eine höhere Rendite gewährt werden.

Wenn diese Kapitalbeteiligungsgesellschaft nach erwerbswirtschaftlichen Überlegungen arbeiten soll und wenn die Anteilscheine außerdem noch eine Rendite abwerfen sollen, die 5 % und wahrscheinlich noch mehr über dem üblichen Kapitalmarktzins liegt, bestehen ernste Zweifel, ob eine solche Kapitalbeteiligungsgesellschaft eine brauchbare Finanzierungshilfe gerade für den Mittelstand darstellt. Diese Überlegung führte in der Bundesrepublik zu der Feststellung, daß eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft, die erwerbswirtschaftlich ausgerichtet ist, und auch kleinere Beteiligungen für mittelständische Unternehmen (zwischen 20 000,— und 100 000,— DM) übernehmen soll, ohne staatliche Subventionen kaum funktionieren kann. Die rein erwerbswirtschaftlich ausgerichteten Kapitalbeteiligungsgesellschaften (finanziert von Banken, nicht vom Kapitalmarkt) haben deshalb gewisse Untergrenzen für die zu übernehmenden Kapitalbeteiligungen, die teilweise bei 300 000,— oder gar 500 000,— DM liegen. Ein mittelständisches Unternehmen, das eine solche gute Rendite abwirft, wie sie die Kapitalbeteiligungsgesellschaft der Autorin fordert, ist zudem im allgemeinen in der Lage, das notwendige Eigenkapital auf andere Weise zu beschaffen. Insofern bestehen Bedenken, ob ein Modell, wie es hier dargestellt wird, sinnvoll ist.

#### *Konstruktion der Kapitalbeteiligungsgesellschaft*

Sehr eingehend befaßt sich die Verfasserin mit der Frage der zweckmäßigen Konstruktion ihres Fonds, den sie als „Unternehmerfonds“ bezeichnet. Die



aktienrechtliche Lösung erweist sich aufgrund ihrer Untersuchung schon aus steuerlichen Gründen als wenig geeignet. Ebenfalls wenig geeignet ist die Miteigentumslösung, bei der die Zertifikatinhaber Miteigentümer des vom Betriebskapital der Gesellschaft streng getrennten Fondsvermögens sind. Aber aus der Tatsache, daß die Kapitalbeteiligungsgesellschaft keine Wertpapiere, sondern Beteiligungen übernehmen soll, ergeben sich sowohl nach österreichischem als auch nach deutschem Recht gewisse Schwierigkeiten. Diese Schwierigkeiten werden bei der vorgeschlagenen Treuhandlösung umgangen, bei der sich die Gesellschaft im Außenverhältnis im eigenen Namen an den mittelständischen Unternehmen beteiligt, und die Zertifikatinhaber damit nur einen schuldrechtlichen Anspruch gegen die Kapitalbeteiligungsgesellschaft, nicht jedoch Miteigentum am Fondsvermögen erlangen können. Dieser nur schuldrechtliche Anspruch ist im Vergleich zum Eigentumsrecht der Miteigentumslösung rechtlich wesentlich schwächer, was aber mehr von theoretischer als von praktischer Bedeutung ist.

Ein sehr neuralgischer Punkt ist mit der Bewertung des Fondsvermögens und damit zugleich mit der Wertermittlung der Zertifikate angesprochen. Die Verfasserin schlägt vor, den Wert des Fonds einmal jährlich durch Addition der Buchwerte aller Beteiligungen, der Guthaben und der Liquiditätsreserven zu ermitteln und diese Werte bis zum nächsten Bilanzstichtag unverändert zu lassen. Hier liegt also eine reine nominalwertbezogene Betrachtungsweise vor, die sich schon deshalb nicht vermeiden läßt, weil — wie oben schon dargestellt — auf eine Beteiligung an den stillen Reserven verzichtet wird. Hier liegen Probleme, die noch nicht befriedigend gelöst sind.

Der zweite neuralgische Punkt ist die schon angesprochene Fungibilität der Zertifikate. Zwar wird durchaus betont, daß diese eine der wesentlichen Forderungen sei, die an das Investmentssystem zu stellen ist. Ein Handel an der Börse wird jedoch wegen der möglicherweise auftretenden „spekulativen Faktoren“ abgelehnt, so daß nur die Rücknahmeverpflichtung der Kapitalbeteiligungsgesellschaft übrigbleibt. Die Kapitalbeteiligungsgesellschaft kann jedoch — im Gegensatz zu den üblichen Kapitalanlagegesellschaften (Investmentgesellschaften) — die eingegangenen Beteiligungen nicht nach Bedarf kündigen, so daß ihr zwangsläufig das Recht eingeräumt werden muß, die Einlösung der Zertifikate auf unbestimmte Zeit hinauszuschieben. Die Verfasserin will zwar Vorkehrungen treffen, die verhindern, „daß diese Bestimmungen dazu mißbraucht werden, das Grundprinzip der jederzeitigen Rücknahme der Zertifikate praktisch aufzuheben“. Es ist aber davon auszugehen, daß dieses Prinzip bereits als solches — also auch ohne Mißbrauch — mit der notwendigen langfristigen Kapitalbindung in dem Unternehmen inkompatibel ist und von der Verfasserin praktisch auch selbst abgelehnt wird.

Gerade die Ausführungen zu den letzten Punkten in der vorliegenden Arbeit machen deutlich, wie schwierig es ist, die Kapitalbeteiligungsgesellschaften als Instrument der Vermögenspolitik im Sinne einer Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen der Wirtschaft zu verwenden, wie es manche Vermögenspolitiker in der Bundesrepublik wünschen.

Walter Geiger

*Gaude, Bernhard: Die Mechanismen der Zentralbankgeldschöpfung und ihre Kontrollierbarkeit durch die Zentralbank (Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Bd. 43), Duncker & Humblot, Berlin 1969. 209 S. DM 39,60.*



Ist erstens sichergestellt, daß die Notenbank derart in die Geldversorgungsmechanismen eingeschaltet ist, daß sie einen ausreichenden Grad an Autonomie besitzt, und ist zweitens sichergestellt, daß die Notenbank das Verhalten ihrer Geschäftspartner (Kreditbanken und Staat) mit Hilfe ihres geldpolitischen Instrumentariums in der gewünschten Weise beeinflussen kann? — diese beiden Fragen bilden den Hauptgegenstand der Arbeit von Bernhard *Gaude*.

Der Ansatz der Untersuchung ist so gewählt, daß nur die wichtigsten Mechanismen der Zentralbankgeldschöpfung dargestellt und auf ihre Kontrollierbarkeit hin untersucht werden, die sich als *Aktivgeschäfte* in der Zentralbankbilanz niederschlagen. Die Möglichkeit, das Volumen der freiverfügbaren Bankreserven über Variationen der Mindestreservesätze, die ihren buchungstechnischen Reflex allein auf der Passivseite der Bilanz finden, zu beeinflussen, wird daher beispielsweise in dieser Arbeit nicht geprüft. Die vom Verfasser gewählte (oder ihm vorgegebene?) Konzeption kann als Mangel nur dann und insoweit bezeichnet werden, als man einen umfassenden Überblick über die Wirkungsmöglichkeiten der Notenbank und eine umfassende Wertung der ihr zur Erreichung der ihr gestellten Aufgaben zur Verfügung stehenden Mittel erwartet — ein sicherlich legitimes Interesse des Lesers, das jedoch die vorliegende Untersuchung, die sich bewußt auf die beschriebenen Teilaspekte konzentriert, nicht zu befriedigen in der Lage ist. Sympatisch jedoch der Verfasser, der bereits in der einleitenden Problemstellung unmißverständlich darauf hinweist, daß es auf Grund seines Ansatzes zwar gelingt, einen bedeutsamen Ausschnitt der Zentralbankgeldregulierung zu erfassen, die so gewonnenen Untersuchungsergebnisse aber nicht für die Konzipierung einer rationalen Geldverfassung ausreichen.

B. *Gaude* unterscheidet vier Geldversorgungskomponente, und zwar 1. die außenwirtschaftliche Komponente, 2. die Refinanzierungskomponente, 3. die Offenmarktkomponente und 4. die fiskalische Komponente. Diese vier Komponenten werden im ersten Hauptteil dargestellt und im zweiten Hauptteil auf ihre Kontrollierbarkeit durch die Zentralbank hin untersucht.

Die *außenwirtschaftliche Komponente* der Zentralbankgeldversorgung ist vornehmlich durch Schwankungen des Devisenbestandes der Notenbank gekennzeichnet; diese wiederum sind Reflex der Tatsachen, daß die Notenbank zum einen von den Auslandsgeschäften der Kreditinstitute (die diese entweder aus eigener Initiative oder im Auftrag ihrer Kunden tätigen) tangiert wird — ohne diese Stromgrößen wesentlich beeinflussen zu können — und daß andererseits die nationalen Regierungen nur bis zu einem gewissen Grade bereit sind, eine Wirtschafts- und Währungspolitik zu betreiben, die vornehmlich an den von der Notenbank verfolgten Zielsetzungen ausgerichtet ist. Je liberaler die Notenbankpolitik, um so größer die Schwankungen des Devisenbestandes. Da die Bundesrepublik u. a. zu den Staaten gehört, die das Soll der Bestimmungen des Internationalen Währungsfonds „übererfüllt“ haben (volle und uneingeschränkte Konvertibilität) wird sie von jeglicher Änderung des internationalen Währungsklimas besonders stark berührt. Der Devisenbestand der Deutschen Bundesbank wird in erster Linie durch die Salden der Devisenbilanz determiniert. Ein positiver Saldo der Devisenbilanz erhöht *ceteris paribus* die Zentralbankgeldmenge, und ein negativer Saldo der Devisenbilanz vermindert diese.

Was die *Refinanzierungskomponente*, die Refinanzierungsmöglichkeiten der Geschäftsbanken bei der Notenbank angeht, so arbeitet *Gaude* klar heraus, daß es sich hierbei nicht um einen quasi automatischen Geldschöpfungsprozeß handelt; die Rediskontierung und die Lombardierung — dies sind die beiden praktischen Möglichkeiten der Geschäftsbanken — unterliegen vielmehr den einschränkenden Bestimmungen des Bundesbankgesetzes. So ergeben sich in diesem Bereich zwar Möglichkeiten einer autonomen Geldpolitik für die Notenbank, die jedoch innerhalb des Gesamtsystems ebenfalls nicht ausreichen, um die der Bundesbank aufgegebenen Ziele mit einigermaßen Wahrscheinlichkeit zu erreichen.

Gleiches gilt auch für die *Offenmarktkomponente* der Zentralbankgeldversorgung, deren wesentliches Merkmal die Ausrichtung an spezifisch geldpolitischen Zielen ist. Hier besitzt die Deutsche Bundesbank im Gegensatz zu ihren angelsächsischen Schwesteranstalten als wesentlichen Aktionsparameter nur die autonome Variation der Zinssätze (Abgabesätze) für Geldmarktpapiere, ein Verfahren, das auch bei sehr flexibler Reaktion der Notenbank auf Änderungen der Marktgegebenheiten nicht sicherstellt, daß plötzliche Reserveverluste oder Reservezugänge der Banken ohne große zeitliche Verzögerungen ausgeglichen werden können. Am Beispiel des Jahres 1960, als die Deutsche Bundesbank versucht hat, den Devisenzustrom in Höhe von etwa 9 Mrd. DM durch massive Offenmarkt-Verkäufe zu neutralisieren, macht *Gaude* deutlich, daß die Notenbank hier zwangsläufig immer der Entwicklung nachläuft, ohne diese je nachhaltig ändern zu können. Das Jahr 1969 hat dies im übrigen erneut bestätigt.

Was schließlich die *fiskalische Komponente* der Zentralbankengeldversorgung angeht, so beschränkt sich *Gaude* in seiner Arbeit auf die Analyse der im Bundesbankgesetz geregelten Formen der Kreditgewährung an den Staat, da nur diese Formen in der Bundesbankbilanz offen ausgewiesen werden. Der Mangel des Ansatzes, nur diejenigen Aktivitäten der Notenbank aufzuzeigen, die sich auf der Aktivseite ihrer Bilanz niederschlagen, wird an dieser Stelle besonders schmerzlich bewußt.

Die im zweiten Hauptteil von *Gaude* durchgeführte Untersuchung, inwieweit die einzelnen Komponenten der Zentralbankgeldversorgung in der Bundesrepublik durch die Deutsche Bundesbank kontrolliert werden können, macht vollends deutlich, was bereits nach Lektüre des ersten Hauptteils auf Grund der vom Verfasser straff und pointiert gegebenen Beschreibung zu vermuten war: Die einzelnen Komponenten sind von der Notenbank nicht in dem Umfang zu kontrollieren, der nötig wäre, um einen namhaften Beitrag zur Bewältigung der währungs- und wirtschaftspolitischen Gesamtaufgaben zu leisten.

Die *Kontrollierbarkeit der außenwirtschaftlichen Komponente* scheitert insgesamt daran, daß die Mittel zur Beeinflussung des kurzfristigen Kapitalverkehrs den Anforderungen einer rationalen Geldversorgungspolitik nicht genügen können, und der kurzfristige Kapitalverkehr somit im Hinblick auf die inländische Geldversorgung vor allem als Störungsfaktor und nicht als Steuerungselement anzusehen ist. Der Waren- und Dienstleistungsverkehr und die sich hieraus ergebenden finanziellen Transaktionen sowie der langfristige Kapitalverkehr können wegen anderer dominierender Zielsetzungen ohnehin nicht in den Dienst einer reinen Geldversorgungspolitik gestellt werden.



Nicht viel besser sieht es auch hinsichtlich der *Kontrollierbarkeit der Refinanzierungskomponente* aus. Die der Notenbank zur Verfügung stehenden wichtigsten praktischen Instrumente (die Diskontsatzpolitik und die Festsetzung der Rediskontkontingente) haben eine nur sehr begrenzte Wirkung. Was die Diskontsatzpolitik der Notenbank angeht, so ist insbesondere fraglich, ob beispielsweise eine Diskonterhöhung eine entsprechende Einschränkung des Kreditangebotes bzw. der Gesamtfinanzierungsmöglichkeiten der Wirtschaft mit sich bringt. Eine Verteuerung der Finanzierung ja, aber diese Mehrkosten können in entsprechenden Konjunktursituationen im allgemeinen erstens überwältigt werden und eine leichte Erhöhung der Zinskosten wird zusätzlich schon deshalb kaum beachtet, weil die gewinnschmälernde Wirkung *ceteris paribus* durch die Besteuerung praktisch halbiert wird. Was die behauptete Signalwirkung der Diskontsatzpolitik angeht, so stellt *Gaude* wohl mit Recht fest, daß die Glaubwürdigkeit einer kontraktiven Geldpolitik heutzutage nicht mehr sehr groß ist. Denn jede Regierung ist heute verpflichtet, eine faktische Vollbeschäftigungsgarantie zu geben, und die mit ihr korrespondierende Zentralbank wird sich in praxi über dieses Faktum ebenfalls nicht ohne weiteres hinwegsetzen können. Diese Vollbeschäftigungsgarantie ist nach *Gaude* der wohl einzige wirtschaftspolitische Faktor, den die Unternehmer bei ihren langfristigen Investitionsplanungen tatsächlich berücksichtigen.

Was die Möglichkeiten der Notenbank mit Hilfe der Festsetzung und Variation der Rediskontkontingente der Geschäftsbanken angeht, so wurden nach *Gaude* die Kreditinstitute im allgemeinen in der Vergangenheit von einer Herabsetzung der Rediskontkontingente niemals unmittelbar betroffen, da sie ihre Refinanzierungsspielräume bei der Bundesbank bei weitem nicht ausgeschöpft hatten — eine Schlußfolgerung, die auch durch die etwas andere Sachlage in der jüngsten Vergangenheit nichts von ihrer grundsätzlichen Richtigkeit einbüßt. Mit Recht weist *Gaude* als abschließendes Urteil über die Effizienz der Rediskontkontingentpolitik darauf hin, daß hier eine wesentliche Diskrepanz zwischen theoretischer Möglichkeit und praktischer Handhabung des Instruments in der Bundesrepublik besteht. Wie bei ihren anderen Instrumenten, so bereitet es der Notenbank auch bei der Rediskontkontingentpolitik große Schwierigkeiten, die Kontrolle über das Verhalten der Kreditinstitute zu gewinnen.

Auch die *Kontrollierbarkeit der Offenmarktkomponente* wird durch drei typische Merkmale der deutschen Offenmarkttechnik wesentlich eingeschränkt. Da Offenmarkttransaktionen grundsätzlich nur mit Kreditinstituten durchgeführt werden, und die Deutsche Bundesbank sich mit einer Festlegung der An- und Verkaufssätze für Geldmarktpapiere begnügt, die Bestimmung der gehandelten Mengen aber den Kreditinstituten überläßt, und schließlich im wesentlichen mit kurzfristigen Titeln (insbesondere Schatzwechseln und Schatzanweisungen) handelt, führt alles dies quasi automatisch zu einer nicht sehr effizienten Steuerung der Zentralbankgeldschöpfung. In der Tat, die Bemühungen um eine brauchbare Konzeption der Offenmarktpolitik müssen auch in Deutschland intensiviert werden, wenn sich die potentielle Wirksamkeit dieses Instruments auf die Geldpolitik der Zentralbank insgesamt mit einiger Wahrscheinlichkeit erhöhen soll.

Was für die Kontrollierbarkeit der außenwirtschaftlichen Refinanzierungs- und der Offenmarktkomponente gilt, daß nämlich die monetäre Macht der



Deutschen Bundesbank durch die Verhaltensweise der Kreditinstitute und anderer Wirtschaftsgruppen stark eingeschränkt wird, dies gilt nach *Gaude* grundsätzlich auch für die *Kontrollierbarkeit der fiskalischen Komponente*.

Insgesamt lassen sich die Untersuchungen von *Gaude* in dem Satz seines Schlußabschnitts zusammenfassen: „Die deutsche Geldverfassung ist in einigen wesentlichen Punkten reformbedürftig.“ Diese These ist nicht neu, aber eindeutig richtig. Die Kritik muß sich in erster Linie gegen den außenwirtschaftlich induzierten Zentralbankgeldstrom richten, der im bisherigen System von der Notenbank nicht ausreichend kontrolliert werden kann. Die Beseitigung dieses Mangels ist eine der wichtigsten Vorbedingungen für die Konzipierung einer rationalen Geldpolitik. Zweitens: Die Bundesbank beherrscht ihre eigene Geldschöpfung nur unvollkommen. Das Verhalten der Geschäftsbanken ist letzten Endes entscheidend für die Steuerung der Refinanzierungs- und der Offenmarkt Komponente, während die Instrumente der Zentralbank zur unmittelbaren Regulierung dieser beiden Komponenten in Konfliktfällen ziemlich wirkungslos sind. Und drittens: Institutionelle Hemmnisse der Geldpolitik resultieren aus der Tatsache, daß die monetären Transaktionen der öffentlichen Haushalte von der Deutschen Bundesbank nicht zu kontrollieren sind. Dies ist um so schlimmer, je weniger der Staat bei seinen Kassen- und Schuldenoperationen bereit ist, sich wandelnden Aufgabenstellungen der Geldpolitik anzupassen.

*Gaude* hat in seiner Arbeit die faktische Ohnmacht der Deutschen Bundesbank ein weiteres Mal deutlich gemacht, auch ihm ist es jedoch nicht gelungen, das Patentrezept zu ihrer Wiederbelebung zu ersinnen. Dieses Schicksal teilt er mit der Vielzahl der Verfasser, die sich vor ihm mit dem gleichen Themenkreis befaßt haben.

Friedrich Dienethal

*Christopeit*, Joachim: *Hermes-Deckungen — Inhalt und Funktion, Stellung im System der Exportförderung, wirtschaftspolitische Bedeutung mit rechtsvergleichender Bewertung* —; Band 2 der bankrechtlichen Schriften des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln; C. H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München 1968. 307 S. Ln. DM 38,—.

Die vorliegende Monographie über die Deutsche Exportkreditversicherung schließt nach Umfang und Inhalt und in der Gründlichkeit und Systematik der Durcharbeitung eine Lücke im Fachschrifttum. In seiner Konzeption zunächst nur als juristische Dissertation gedacht, ist das Werk weit darüber hinaus gewachsen.

Die besonderen Risiken der Außenwirtschaft haben die maßgebenden Wirtschaftszweige stets vor besondere Probleme gestellt. Teils sind es wirtschaftliche Risiken, z. B. solche des Transportverlustes oder der Transportbeschädigung, der Zahlungsunfähigkeit oder Zahlungsunwilligkeit des Käufers sowie Kursverluste und Kostensteigerungen. Diese Risiken werden zum großen Teil schon seit alter Zeit bankmäßig oder durch private Versicherungen abgedeckt, zum Teil werden sie durch besondere Klauseln (wie f. o. b., f. o. r. oder f. a. s.) auf den Käufer abgewälzt. Dennoch steht das Außenhandelsgeschäft trotz dieser privatrechtlichen Absicherungen unter besonderen Bedingungen, die zusätzlicher staatlicher Garantien bedürfen. Der Staat bietet hier durch die Exportkreditversicherung

eine hinreichende Sicherung. Wichtiger aber noch als das wirtschaftliche Risiko dürfte das in seinem Umfang einfach nicht absehbare politische Risiko sein.

Die Hermes-Deckungen gehören zu den Maßnahmen, mit denen die Bundesrepublik Deutschland Hemmnisse des Außenhandels überwinden und den Export fördern will. Danach liegt die Wirkung der Hermes-Deckungen in erster Linie im Schutz gegen Exportrisiken. Sie stellen in zweiter Linie jedoch auch die Basis für eine Refinanzierung bestimmter Exportkredite dar und sind damit ein Mittel zur staatlichen Lenkung in einem Teilbereich der Wirtschaft. Der Name Hermes-Deckungen oder Hermes-Bürgschaften ist historisch entstanden. Er erklärt sich daraus, daß die Abwicklung der Exportkreditversicherung seit Jahrzehnten im wesentlichen bei der privaten Hermes Kreditversicherungs-AG liegt.

*Christopeit* hat es verstanden, die schwierige Materie nicht nur in den Griff zu bekommen, sondern sie auch so faßlich darzustellen, daß sein Werk zu einem echten Nachschlagewerk für denjenigen geworden ist, der sich über die Materie der staatlichen Exportsicherung gründlich und möglichst umfassend informieren will.

Der bei wissenschaftlichen Darstellungen gelegentlich belächelte Beginn mit dem historischen Teil hat hier seinen guten Sinn. Damit und ebenso mit der vergleichenden Darstellung der Exportrisikoversicherungen in deren Ursprungsland Großbritannien sowie in Frankreich und in den Vereinigten Staaten wird hier ein weiter Rahmen gesetzt, der erst die Möglichkeit schafft, die Zusammenhänge ganz zu erfassen. *Christopeit* gibt zunächst eine genaue Darstellung der rechtlichen Grundlage und der inhaltlichen Gestaltung der Bundesgarantien und Bundesbürgschaften. Er beschreibt die Stellung dieser Risikoversicherung im System der Exportförderung und kommt zu dem Ergebnis, daß die Störungen des internationalen Wirtschaftsverkehrs und damit die Hemmnisse des Außenhandels auf Grund von Zahlungsbilanzstörungen durch ein die Exporttätigkeit beengendes verstärktes Kreditbegehren und durch die Unsicherheit des völkerrechtlichen Vermögensschutzes bedingt sind. Er zeigt auf, was auf nationaler und internationaler Ebene insbesondere seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges zur Überwindung dieser Hemmnisse getan worden ist. Dabei werden die internationalen und supranationalen Maßnahmen, an denen die Bundesrepublik Deutschland beteiligt ist sowie deren nationale Maßnahmen zur Förderung des Exports in einer interessanten Übersicht dargestellt.

Besonders umfangreich sind die Ausführungen zur rechtlichen Bewertung der Hermes-Deckungen. Die verhältnismäßig breit gehaltenen Darlegungen zur Zwei-Stufenlehre sind für den Juristen eine Fundgrube, werden aber für denjenigen, der in erster Linie an der Materie der Hermes-Deckungen interessiert ist, im wesentlichen überschlagen werden können. Interessant und im Grunde plausibel erscheint das Ergebnis, wonach Bewilligungsbescheid und Leistungsvertrag weitgehend unabhängig nebeneinander stehen, so daß mit Abschluß des privatrechtlichen Vertrages über die Hermes-Deckung der Bewilligungsbescheid in der Weise als vollzogen gilt, daß irgendwelche Mängel dieses Bescheides nicht zur automatischen Unwirksamkeit des privatrechtlichen Vertrages führen.

Unternehmen der Industrie und des Handels, die Exportgeschäfte betreiben, sowie Kreditinstitute, die diese Geschäfte fördern, werden das Buch von *Christopeit* sicher bald als Standardwerk dieses Spezialbereichs schätzen.

Werner Terpitz