

Buchbesprechungen

Jörg Altig: Europäische Zentralbank und Mindestreservepolitik, Gabler Edition Wissenschaft, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 1997, 297 S.

Die Arbeit *Altigs* beschäftigt sich vor dem Hintergrund der Europäischen Währungsunion mit dem geldpolitischen Instrument der Mindestreserve. Die Mindestreserve stand schon vor der Einrichtung der Europäischen Zentralbank (EZB) im Blickpunkt der wirtschaftstheoretischen und -politischen Diskussion. Einen neuen Impuls erhielt diese Diskussion durch die Empfehlung des Rates der EZB zu einer EU-Ratsverordnung vom 7. 7. 1998, so daß das „bewundernswerte Timing“ der Arbeit *Altigs*, wie es im Geleitwort von Wolfgang Gebauer hervorgehoben wird, durchaus wörtlich zu nehmen ist. Gleichzeitig wächst damit natürlich die Schwierigkeit, aktuelle Entwicklungen zu berücksichtigen. So konnte beispielsweise die EWI-Empfehlung von 1997 keinen Eingang mehr in die Arbeit finden.

Den ersten Hauptteil der Arbeit nutzt der Autor, um den zentralen Begriff der Mindestreserve zu erläutern. Um der internationalen Ausrichtung der Arbeit Rechnung zu tragen, wird bereits hier auf bestehende nationale Unterschiede hingewiesen. Gleichzeitig liefert *Altig* einen knappen Abriß der historischen Entwicklung der Mindestreserve, wobei er sich aber im wesentlichen auf die USA und Deutschland beschränkt. Allerdings werden im zweiten Hauptteil für die derzeitigen Mitgliedsländer der Europäischen Union der aktuelle Stand und die Entwicklung der letzten Jahre dargestellt.

Dieser schließt in Form eines EU-weiten Vergleichs der Mindestreservekonzeptionen die Status-quo-Betrachtung ab. Neben einem jeweils kurzen Abriß der Geschichte des Instruments in den einzelnen Staaten werden die rechtlichen Rahmenbedingungen einschließlich der Entwicklungen der letzten Jahre sowie die Anwendung in der Notenbankpraxis aufgezeigt. Auch in diesem Abschnitt liegt mit fast 50 % des Seitenumfangs das weitaus größte Gewicht auf den Mindestreserveregelungen der Deutschen Bundesbank. Hilfreich hätte hier ein zusammenfassender Unterabschnitt sein können, in dem die charakteristischen Merkmale der nationalen Konzeptionen, die ansonsten jeweils separat behandelt werden, einander gegenübergestellt werden. Eine solche Gegenüberstellung findet lediglich hinsichtlich der Höhe der Reservesätze statt.

Nachdem in den ersten beiden Teilabschnitten des Buches das Europäische Umfeld, innerhalb dessen eine Diskussion um eine Europäische Mindestreservepolitik zu führen ist, abgesteckt wurde, folgt nun der Kern der Arbeit.

Hier wird im Abschnitt 3 zunächst die grundsätzliche Diskussion um den Platz der Mindestreservepolitik im Instrumentarium der zukünftigen EZB bzw. des ESZB geführt. Dabei legt der Autor sich relativ früh – so wie auch das EWI – auf ein price regime als wahrscheinliche geldpolitische Strategie fest. Innerhalb des price regimes werden beispielhaft die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank,

gekennzeichnet durch Mindestreservesystem und unbegrenzten Zugang zu Notenbankkrediten, und die Geldpolitik der Bank of England, gekennzeichnet durch den Verzicht auf eine Mindestreserve bei gleichzeitigem Fehlen eines unbegrenzten Zugangs zu Notenbankkrediten, als mögliche Ausprägungen gegenübergestellt. Anhand dieser konkurrierenden Strategien werden die Vorteile und Nachteile einer Nutzung von Mindestreserven als geldpolitisches Instrument herausgearbeitet.

Alting mißt hierbei, meines Erachtens zu Recht, der Verstetigung der Zinsen für Tagesgeld, der Indikatorfunktion des Mindestreservesolls sowie der elastischeren Zentralbankgeldnachfrage durch die Liquiditätspufferfunktion der Mindestreserven große Bedeutung bei. Weiterhin argumentiert der Autor, daß eine Einführung von Mindestreserven das im EU-Vertrag verankerte Subsidiaritätsprinzip nachhaltig unterstützt, indem es ebenfalls aufgrund der Liquiditätspufferfunktion allzu häufige – je nach gewählter Strategie bedeutet das bis zu mehrmals tägliche – Geldmarktoperationen des ESZB vermeidet, die wegen des hohen administrativen Aufwandes einen zentralistischen Ansatz bedingen könnten. Schließlich wird auch die Einführung des Bruttoabrechnungssystems TARGET durch die Grundliquidität des Geldmarktes, die auf die Reserveguthaben zurückgeht, von einer Mindestreserve profitieren. Dagegen tritt eine allgemeine Liquiditätssicherungsfunktion vor dem Hintergrund einer Trennung von Bankaufsicht und Geldpolitik in ihrer Bedeutung deutlich zurück.

Demgegenüber werden sämtliche negativen Wirkungen einer Mindestreserve auf den Kostencharakter von niedrig- oder überhaupt nicht verzinsten Mindestreserven zurückgeführt. Dabei darf aber nicht vergessen werden, daß diese „fiskalische Komponente“ der Mindestreserve für den Staat über eine Erhöhung des Anteils zinsgünstiger Verbindlichkeiten einen nicht unerheblichen Nutzen darstellt. *Alting* bringt diese Sichtweise entsprechend darin zum Ausdruck, daß er die fiskalische Komponente in die Zielgrößenmatrix aufnimmt, allerdings als nachrangiges Ziel. Die durch den Kostencharakter verursachten Negativwirkungen einer Mindestreserve unterscheidet *Alting* in Opportunitätskosten, nationale und internationale Wettbewerbsverzerrungen, Ausweichreaktionen und Disintermediationseffekte. Während die Opportunitätskosten, vom Autor als direkte Kosten klassifiziert, auf einer einzelwirtschaftlichen Sichtweise basieren, können die anderen Effekte zu volkswirtschaftlichen Kosten führen. Daneben wird die Mindestreserve aber auch aus einer grundsätzlichen Ablehnung als administrative Maßnahme mit allen Problemen ihrer Umgebung betrachtet.

Zusammenfassend vertritt *Alting* die Auffassung, eine Aufnahme der Mindestreserve in das geldpolitische Instrumentarium der EZB bzw. des ESZB sei zwar nicht unumgänglich, berge aber zu bedeutende Vorteile, als daß man auf sie verzichten solle.

Ausgehend von dieser Feststellung behandelt der vierte Abschnitt der Arbeit die konkrete Ausgestaltung einer europäischen Mindestreservepolitik. Ausgangspunkt ist hierbei eine Ableitung von Kriterien, die das Mindestreservesystem zu erfüllen hat. Hier stehen Effektivität und Effizienz deutlich im Vordergrund, während die Kriterien der Wettbewerbsneutralität und der Subsidiarität/Dezentralität lediglich als (nicht unbedingt strikte) Nebenbedingungen fungieren. Innerhalb des Kriteriums der Effektivität/Effizienz wiederum wird die Geldmarktsteuerung wie im

Verlauf der gesamten Arbeit stark betont. Anhand dieser Kriterien gelangt Alting zu dem Schluß, daß ein Passivreservesystem u.a. wegen des geringeren Verdrängungspotentials mit uniformen Reservesätzen Anwendung finden sollte. Weiterhin wird ein Reserve-Soll knapp oberhalb der betriebsnotwendigen Reserven in Verbindung mit einer Durchschnittserfüllungsregelung angeregt.

Eine Verzinsung könnte die Opportunitätskosten der Reservemedien verringern, im Idealfall sogar völlig kompensieren. *Alting* sieht aber für die Durchführung erhebliche Realisierungsprobleme und eine sinkende Zinselastizität der Nachfrage nach Zentralbankgeld. Die Verzinsung der Reserveguthaben wird daher durchaus kritisch betrachtet, aber angesichts der psychologischen Bedeutung für die Durchsetzbarkeit einer Einführung letztlich befürwortet.

Insgesamt zeichnet die vorliegende Arbeit ein differenziertes Bild der Diskussion um eine Mindestreserve im Instrumentarium der EZB bzw. des ESZB. Die Argumente der Befürworter wie der Gegner ihrer Einführung werden gleichermaßen gründlich behandelt.

Nach seinem eigenen Anspruch wendet sich das Buch sowohl an Dozenten und Studierende der Volkswirtschaftslehre und der Betriebswirtschaftslehre als auch an den Praktiker. Dabei ist aber zu berücksichtigen, daß die Arbeit ein doch recht eng gefaßtes Thema umfaßt, was im Hinblick auf eine detaillierte Betrachtung als Vorteil zu werten ist, den Einsatz im Lehrbetrieb aber unter Umständen erschwert. Dennoch ist hier insbesondere der Hauptteil 3 aufgrund seines umfassenden Überblicks über die Wirkungen der Mindestreservepolitik wertvoll, zumal die Argumentation und die angesprochenen Effekte in ähnlicher Form auch für andere Bereiche der Geldpolitik gelten. Für denjenigen hingegen, der sich schwerpunktmäßig mit Geldpolitik und insbesondere der Mindestreserve beschäftigt, ist die Arbeit ohnehin aufgrund des detaillierten Überblicks zu empfehlen.

Michael Frömmel, Aachen

Klaus J. Hopt/Bernd Rudolph/Harald Baum (Hrsg): Börsenreform: Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Schäffer-Poeschel, Stuttgart 1997, 1412 S.

Bei der vorliegenden interdisziplinären Untersuchung zur Börsenreform handelt es sich um die Erweiterung eines Gutachtens, welches im Auftrag des Bundesministers der Finanzen von den Autoren erstellt wurde. Die Empfehlungen des Gutachtens finden sich unverändert in dem Teil I der vorliegenden Untersuchung. Der Teil II „Grundlagen“ und die im Teil III zu findenden Länderberichte stellen Erweiterungen dar. Die Gliederung der vorliegenden Untersuchung wird durch die Aufgabenstellung des Gutachtens bestimmt. So sollten die ökonomischen Grundlagen umfassend dargestellt und die rechtshistorische Entwicklung ausführlich behandelt werden. Darüber hinaus war die kapitalmarkt- und börsenrechtliche Darstellung wichtiger ausländischer Kapitalmärkte gewünscht.

Dieser Aufgabenstellung folgend, wird zunächst von *Hanno Merkt* im ersten Kapitel des Grundlagenteils die Entwicklung des deutschen Börsenrechts von seinen Anfängen bis zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz aufgezeigt. Gleichzeitig werden dabei die Entwicklungen zu einem modernen Marktgesetz beschrieben,

Kredit und Kapital 2/1999

welches Raum für den Wettbewerb von Systemen, Produkten und Anbietern bietet. Diese rechtsgeschichtliche Abhandlung ist so verfaßt, daß allgemeine Entwicklungen gut nachvollzogen werden können, ohne auf die Vielfalt im Detail zu verzichten. Sie ist äußerst kompetent geschrieben und gut lesbar. Sie enthält auch interessante Hinweise auf Krisen an den verschiedenen Börsen wie z.B. die Börsenspekulation im Gewürzhandel der Antwerpener Börse und den Mississippi-Schwindel in Paris.

Die ökonomische Sicht wird von *Bernd Rudolph* und *Heiner Röhrl* im zweiten Kapitel begründet. Dieser Grundlagenartikel, der sich auch mit modernen Theorieansätzen wie der Marktmikrostruktur befaßt, ist in seiner Breite der Thematik angepaßt. Das sich stürmisch entwickelnde Forschungsgebiet der Marktmikrostruktur versucht durch theoretische und empirische Untersuchungen Antwort auf die Frage zu geben, welchen Einfluß verschiedene Handelsregeln auf die Preisbildung haben. Untersucht werden Marktmacher- und Auktionsmärkte sowie Hybirdmärkte, die den institutionellen Gegebenheiten an den verschiedenen Wertpapiermärkten entsprechen. Rudolph/Röhrl entwickeln einen Kriterienkatalog, anhand dessen diese Fragestellung bearbeitet werden kann. Sie unterscheiden zwischen Primärkriterien wie Transaktionskosten und Liquidität, Sekundärkriterien wie Informationseffizienz, Abwicklungseffizienz, Markttransparenz und marktgerechte Produktpalette sowie Integritätskriterien wie Anlegerschutz, faire Preisbildung und Schutz vor Insiderhandel. Diese verschiedenen Kriterien werden anschaulich eingeführt und erläutert. Anhand dieser Kriterien wird der Einfluß der genannten Handelsregeln auf die Preisbildung untersucht. Empirische Befunde runden die Darstellung ab. Rudolph / Röhrl geben den Stand der Diskussion in der Literatur in den Abschnitten 1 - 3 umfassend und kompetent wieder. Anschließend wird im vierten Abschnitt dargelegt, welche Auswirkungen unterschiedliche Marktstrukturen auf Markttransparenz, Preisfeststellung, Preissicherung und Handelsüberwachung haben. Diese Fragestellungen sind von großer Bedeutung für die Ausgestaltung von Wertpapiermärkten und ihre Regulierung. Abschnitt 5 widmet sich der aktuellen Fragestellung der Börsenorganisation und des Börsenwettbewerbs. Die vorgenommenen Begriffsklärungen führen unmittelbar zur Untersuchung des Börsenwettbewerbs mit Hilfe industrieökonomischer Analyse. Abschnitt 6 schließlich führt die vorangegangenen Analyseschritte zusammen und kommt zu Empfehlungen für die Organisation einer effizienten Börse.

Das dritte Kapitel, die von *Klaus J. Hopt* und *Harald Baum* vorgelegte Untersuchung zur Börsenrechtsreform in Deutschland, ist dreigeteilt. Teil A ist rechtsvergleichend ausgerichtet, während Teil B und Teil C Anforderungen an ein modernes Börsengesetz bzw. einzelne börsenrechtliche Problemkreise behandeln. Die rechtsvergleichenden Überlegungen des Teils A sind von Bedeutung für die sich anschließenden Untersuchungen. Dies gilt insbesondere für die regulatorischen Entwicklungstendenzen in den verschiedenen Ländern. Es wird auch der Bezug zum EG-Recht herausgearbeitet. Ein wenig außerhalb der gewählten Vorgehensweise ist der in A III unter „Ausgewählte institutionelle Aspekte“ dargestellte institutionelle Rahmen. Hier werden Begriffe von neuem eingeführt, die bereits von Rudolph/Röhrl behandelt wurden. Dieser Teil ließe sich eher dem ökonomischen Bereich von Rudolph/Röhrl zuordnen. Damit entfielen auch Wiederholungen. Allerdings ist diese Vorgehensweise für Leser, die lediglich einen Teil des

Buches heranziehen, recht bequem, da keine Querverweise nötig sind. Teil B entwickelt Anforderungen an ein marktorientiertes Börsengesetz. Hier wird kompakt wiedergegeben, was z. T. Grundlage für die Empfehlungen des Gutachtens ist. Ferner leitet dieser Teil über zu dem Teil C, der börsenrechtliche Problemkreise behandelt. Dieser Teil ist von einer Klarheit in der Darstellung und in der Aussage geprägt, die den Leser gut durch die schwierige Materie leitet. Mit der getroffenen Auswahl stellt dieser Teil den Hauptbeitrag der Autoren dar.

Derivate sind von wachsender Bedeutung für die Finanzmärkte. Daher widmet sich das vierte Kapitel von *Jürgen Samtleben* den Börsentermingeschäften. Zum Teil werden dadurch Überschneidungen mit Kapitel 1 (historische Entwicklung) sowie den folgenden Länderberichten in Kauf genommen. Die Herausgeber haben aber bewußt dieser neueren Entwicklung eigenen Raum eingeräumt. Ausführlich werden die für die deutsche Rechtsprechung so wichtigen Konzepte des Differenz-einwandes und des Termineinwandes sowie ihre Auflösung in Form der Termin-geschäftsfähigkeit kraft Information behandelt. Dieses Kapitel führt auch zu einer eindeutigen Empfehlung für die Lösung der mit Termingeschäften verbundenen Probleme.

Die sich in Teil III anschließenden Länderberichte bieten eine Vielzahl von Informationen. Behandelt werden das Börsen- und Kapitalmarktrecht des Vereinigten Königreichs (*Reinhard Ellger/Susanne Kalss*), der Vereinigten Staaten (*Michael Becker*), der Schweiz (*Nicolas Blanchard*), Frankreichs (*Andreas Pense/Hans-Jürgen Puttfarken*), der Niederlande (*Oliver Remien*), Österreichs (*Susanne Kalss*) und Japans (*Harald Baum*). Neben einem geschichtlichen Überblick für die jeweiligen Länder werden Handelsobjekte, Marktsegmente, Börsenteilnehmer, Kursfeststellungen sowie Clearing und Settlement behandelt. Die unterschiedlichen Regelungen des Anlegerschutzes werden dargestellt sowie die staatliche und autonome Börsenaufsicht. Die Informationen sind von hoher Aktualität und liefern somit für jeden im Umfeld der Börse Tätigen das ideale Nachschlagewerk. Es füllt damit eine beträchtliche Lücke in der Literatur, da entsprechende Publikationen in der Regel die neuesten Entwicklungen nicht für die Vielzahl der hier behandelten Länder wiedergeben.

Das vorliegende Buch „Börsenreform“ ist für jeden am Börsengeschehen interessierten Leser das ideale Nachschlagewerk. Hier finden sich die neuesten Entwicklungen für eine Vielzahl von Märkten. Entwicklungen werden aufgezeichnet, die das Börsengeschehen in den nächsten Jahren prägen werden. Die abgeleiteten Empfehlungen sind von einer Klarheit, der sich auch der Gesetzgeber nicht entziehen kann. Zusammenfassend kann ich die Lektüre des Buches „Börsenreform“ als Ganzes oder auch in Teilen wärmstens empfehlen.

Sigrid Müller, Berlin