

## Buchbesprechungen

*Kuske, Hans-Martin: Finanzierung multinationaler Unternehmungen. — Das Bankgeschäft am internationalen Kapitalmarkt, Fritz Knapp-Verlag, Tübingen 1973, 342 Seiten, brosch. DM 28,—.*

Die zunehmende weltwirtschaftliche Integration in den letzten zwei Jahrzehnten hat Produktions- und Handelsbetriebe vor neue Aufgaben und Probleme gestellt. Nicht nur relativ große, sondern auch mittlere und kleinere Unternehmen haben den Schwerpunkt ihrer internationalen Aktivitäten verstärkt vom reinen Export zur direkten Betätigung mit eigenen Fertigungs- und Dienstleistungsbetrieben im Ausland hin verlagert. In besonderem Maße sind in der letzten Zeit die sogenannten multinationalen Unternehmen in den Blickpunkt des Interesses gerückt. Diese Unternehmen sehen sich auch in ihrer Finanzpolitik mit neuen betriebswirtschaftlichen Dimensionen und vielgestaltigen institutionellen Rahmenbedingungen konfrontiert.

Mit dem letzteren Problemkreis setzt sich *Kuske* in seiner Untersuchung auseinander. Ihr zentrales Anliegen ist es, „die Zusammenhänge zwischen den Finanzierungsbedürfnissen und den Finanzierungsformen des Sektors der multinationalen Unternehmen einerseits und den Finanzmärkten, und zwar sowohl den nationalen als auch den internationalen, mit ihren Beteiligten und den sie tragenden Einrichtungen andererseits aufzuzeigen“. Es geht *Kuske* nach eigener Aussage darum, die vielfältigen Verknüpfungen zwischen dem Finanzierungsbereich multinationaler Unternehmen und den nationalen und internationalen Finanzmärkten sowie den dort tätigen Institutionen darzustellen, einige der in diesem Spannungsfeld liegenden Probleme aufzuzeigen und neuere Entwicklungstendenzen zu untersuchen (S. 1).

*Kuske* gliedert seine Arbeit in drei Teile. In einem relativ kurzen ersten Teil wird versucht, den Typus des multinationalen Unternehmens begrifflich abzugrenzen. Dazu werden die zahlreichen in der Literatur vorhandenen Abgrenzungsversuche nebeneinandergestellt und auf ihre hauptsächlichen Merkmale hin untersucht. Anschließend unternimmt der Autor den Versuch einer eigenen Definition für das multinationale Unternehmen, wobei er sich jedoch weitgehend den bestehenden Definitionen anschließt. Aus dem „globalen Charakter des multinationalen Unternehmens“ leitet *Kuske* dann die Besonderheiten der Finanzpolitik, insbesondere der Organisation des finanzpolitischen Entscheidungsprozesses und der Wahl der Finanzmärkte, her (S. 24 ff.).

Der zweite Teil der Untersuchung ist dem internationalen Bankgeschäft gewidmet. Es werden zunächst die Entstehungsursachen für die wachsende Internationalisierung nicht nur des US-amerikanischen, sondern auch des europäischen Bankwesens beschrieben und die betriebswirtschaftlichen Motive für eine internationale Banktätigkeit analysiert. Im einzelnen geht *Kuske* auf die verschiedenen Formen internationaler Banktätigkeit, vom Korrespondenzbanken-

system bis hin zu internationalen Fusionen, ein. Das international banking wird schließlich als ein relativ hochspezialisiertes Finanzierungsgeschäft gekennzeichnet, das Kreditgeschäft und Kapitalmarktfinanzierung umfaßt. Nach Meinung von *Kuske* hat dabei die internationale Finanzierung im Wege der Kreditvergabe eine zunehmende Bedeutung im Vergleich mit der langfristigen Kapitalmarktfiianzierung gewonnen, eine Tendenz, die jedoch nur mit großer Vorsicht in die Zukunft projiziert werden dürfe (S.99). Was den Umfang des Dienstleistungsangebots betrifft, so stellt *Kuske* bei den bestehenden Instituten einen Trend zur Universalisierung fest, während bei Neuerrichtungen eine verstärkte Entwicklung zu einer gewissen Diversifikation der Geschäftstätigkeit zu beobachten sei.

Der dritte Hauptteil des Buches, der vom Umfang her bei weitem dominiert, beschäftigt sich mit dem internationalen Kapitalmarkt. Dabei wird zunächst eine Übersicht über die verschiedenen Handelsobjekte des Euro-Kapitalmarktes gegeben, worauf eine Darstellung der Probleme des internationalen Effektenverkehrs folgt. Unter den Handelsobjekten wird nach dem Fristigkeitskriterium unterschieden in Euro-Schuldscheine und Anleihen mit variabilem Zinssatz. Anschließend folgt eine Systematisierung der auf dem Euro-Kapitalmarkt begebenen Anleihearten, insbesondere nach dem Kriterium der Emissionswährung; als Sonderformen werden Wandelanleihen und Optionsanleihen betrachtet. *Kuske* behandelt schließlich das Phänomen der „Euro-equities“, das nach seiner Meinung alle Aussicht hat, dem internationalen Kapitalmarkt zum „Durchbruch zur dritten Stufe, der Einführung der internationalen Aktie, zu verhelfen“ (S. 185).

Ausführliche Erörterungen widmet der Verfasser den Problemen des internationalen Effektenverkehrs, vor allem den Hindernissen im internationalen Effektenhandelsgeschäft. Hierfür spielt zwar auch die mangelnde Kapitalmarktinintegration innerhalb der EWG eine nicht zu unterschätzende Rolle. Entscheidend sind jedoch die Beschränkungen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs, die insbesondere in unterschiedlichen staatlichen Vorschriften in den einzelnen Ländern und in abweichenden einzelstaatlichen Rechtsordnungen ihren Grund haben. Neben dem Wertpapierrecht sind dabei das Steuerrecht und das Gesellschaftsrecht bedeutsam. Der grenzüberschreitende Kapitalverkehr wird darüber hinaus durch die mangelnde Übereinstimmung der einzelnen nationalen Börsenplätze hinsichtlich ihres technischen-organisatorischen Ablaufs erheblich behindert. *Kuske* spricht in diesem Zusammenhang die wichtigsten Punkte an, in denen eine grenzüberschreitende Harmonisierung der Börsensancen und -techniken als besonders vordringlich erscheint.

Da die Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes nicht allein am Emissionsvolumen des Primärmarktes gemessen werden kann, sondern einwandfrei arbeitende Märkte für umlaufende Wertpapiere hinzukommen müssen, befaßt sich der Verfasser in einem abschließenden Abschnitt mit den Institutionen des internationalen Sekundärmarktes. Da zwar eine große Anzahl internationaler Effekten an einzelnen nationalen Börsen notiert wird, der Handel in diesen Werten jedoch fast ausschließlich außerhalb der offiziellen Effektenbörsen auf dem sogenannten „over-the-counter-market“ stattfindet, mußten auf dem Euro-Kapitalmarkt zur Abwicklung und Abrechnung dieser Geschäfte Initiativen zur Selbsthilfe ergriffen werden. So traten zum einen die einzelnen

nationalen Effekten-Clearing-Institute untereinander unmittelbar in Konto-verbindung. Zum anderen gründeten im Effektengeschäft tätige Bankinstitute internationale Verrechnungsstellen, so Händlerorganisationen und Clearing-Systeme mit international gestreutem Wirkungskreis. Dagegen standen der Verwirklichung eines dritten Konzepts, der Errichtung eines supra-nationalen Kassenvereins, dem sich die nationalen Kassenvereine als Kontoinhaber anschließen könnten, bisher die gesetzlichen Vorschriften einzelner Mitgliedsländer entgegen. Aus den bisherigen Erfahrungen folgert *Kuske*, daß für die Verbesserung des Handelsverkehrs auf dem Euro-Bondmarkt und eine weitere Einbeziehung auch des Aktienhandels in ein internationales Effektengirosystem eine weitere Vereinheitlichung der bereits bestehenden Systeme, ein zügiger Ausbau der bereits arbeitenden nationalen Systeme — in Verbindung mit entsprechenden noch zu schaffenden Rechtskonstruktionen und administrativen Möglichkeiten — sowie die Errichtung weiterer Systeme in den wichtigsten Industrieländern als vorrangig anzusehen sind (S. 282).

*Kuskes* Untersuchung gibt einen recht guten Überblick über einige neuere Entwicklungen im Bereich internationaler Bankaktivitäten und über die verschiedenen Refinanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen am Euro-Kapitalmarkt. Was sie dagegen vermissen läßt, ist die Herausarbeitung gerade der besonderen Zusammenhänge zwischen internationalen Bankaktivitäten und den Entwicklungen an den Finanzmärkten einerseits und dem speziellen Typus des multinationalen Unternehmens andererseits, die man vom Thema her erwartet. Den Finanzierungsproblemen dieser Unternehmen werden lediglich knapp sieben Seiten gewidmet. Das gesamte Feld der kurz- und mittelfristigen Kreditfinanzierung, das — wie *Kuske* ja selbst richtig feststellt — an Bedeutung erheblich gewonnen hat, wird gänzlich außer acht gelassen. Insofern kann wohl nicht ohne Einschränkung behauptet werden (Buchumschlag), daß das Buch „einen aktuellen Einblick ... in das Instrumentarium zur Lösung der Finanzierungsprobleme multinationaler Unternehmen“ gibt.

Auch der Untertitel der Untersuchung scheint nicht sonderlich treffend. Einerseits stehen die Teile „Das internationale Bankgeschäft“ und „Der internationale Kapitalmarkt“ etwas beziehungslos nebeneinander. Zum anderen dominiert die Beschäftigung mit den letzteren Fragen in der Gewichtung so eindeutig, daß der Inhalt der Untersuchung kaum im „Bankgeschäft am internationalen Kapitalmarkt“ gesehen werden kann. Vom internationalen Kapitalmarkt spricht *Kuske* fast ausschließlich in Form des Euro-Kapitalmarktes; allenfalls werden noch die US-amerikanischen Verhältnisse berücksichtigt. Dagegen bleiben etwa die Entwicklungen auf den asiatischen Finanzmärkten und die Aktivitäten der dortigen Banken völlig außer Betracht. Eine Einbeziehung der Gesichtspunkte, die aus der Erweiterung des Euromarktes durch Herausbildung anderer non-resident-currency-markets wie z. B. des Asien-Dollarmarktes resultieren, wäre sicherlich interessant gewesen.

Geteilter Meinung kann man auch darüber sein, ob die von *Kuske* vorgenommene Systematisierung der Formen internationaler Banktätigkeit fruchtbar ist. Hier ergeben sich zwangsläufig erhebliche Überschneidungen, die auch aus der mehrfachen Erwähnung bestimmter internationaler Gruppierungen deutlich wird. Andererseits schiene etwa die „Orion-Gruppe“ (S. 86) besser als Gemeinschaftsgründung denn als Partnerschaft charakterisiert. Es zeigt sich in

diesem Kapitel, daß die Arbeit nicht auf dem allerneuesten Stand ist und sich teilweise auf veraltete Quellen stützt (so im Falle der seit Ende 1970 bestehenden „Orion-Gruppe“ auf Pressemitteilungen, die vor der Gründung erschienen sind!). Eine Aktualisierung hätte dem Buch sicher gut getan und in der Tat einen Überblick über „die jüngste Entwicklung auf dem Gebiet der internationalen Kooperation und Konzentration im Kreditgewerbe“ (Buchumschlag) ermöglicht.

Rolf Caesar, Düsseldorf

Zahn, Peter: Die Phillips-Relation für Deutschland, Verlag de Gruyter, Berlin 1973, 259 Seiten, DM 68,—.

Als Band 8 der „Beiträge zur Geldlehre“ legt der Autor eine Monographie zur *Phillips*-Relation, erweitert um eigene empirisch-statistische Schätzungen, vor. Der Schwerpunkt der Arbeit liegt dabei eindeutig auf dem originären *Phillips*-Problem — nämlich der Beziehung zwischen der nominellen Lohnänderungsrate und dem Arbeitslosigkeitsgrad —, während die Lohn-Preis-Lohn-Beziehung nur auf 15 Seiten abgehandelt wird. Dennoch scheint die Aufnahme des Buches in eine geldtheoretische Reihe gerechtfertigt, schon um mit dem Vorurteil aufzuräumen, als gäbe es eine nachweisbare signifikante Korrelation zwischen Beschäftigungsgrad und Preisniveau, für das die *Phillips*-Relation häufig genug missbraucht worden ist. Aus dem gleichen Grund allerdings ist der unmittelbare wirtschaftspolitisch-operationale Nutzen der Untersuchungsergebnisse eher gering.

Der Autor gliedert seine Untersuchungen in drei Teile. Der erste Teil gibt eine umfassende Darstellung der relevanten theoretischen Zusammenhänge zur Präzisierung der lohn- und inflationstheoretischen Beziehungen, die der *Phillips*-Relation in ihren mannigfachen Variationen zugrundeliegen. Er setzt sich darüber hinaus mit den wichtigsten Elementen der Lohnbildung in Gegenwart und Vergangenheit auseinander. Im zweiten Teil folgt eine umfängliche Bestandsaufnahme aller maßgebenden empirischen Untersuchungen zum *Phillips*-Problem für die Bundesrepublik, Großbritannien, Japan, Kanada und die USA. Der abschließende dritte Teil schließlich ist dem empirischen Test einfacher und erweiterter *Phillips*-Hypothesen für Deutschland über einen Zeitraum von 1890 bis 1968 gewidmet.

Schon der einleitende Teil zu den theoretischen Hintergründen der *Phillips*-Beziehung zeigt die eher schmale Basis, auf der die vielfachen Schätzfunktionen dieser Beziehung formuliert sind. Die kaum überschaubare Fülle der Elemente der Lohnbildung auf der Nachfrage- wie auf der Angebotsseite sowie die eigentlich jeden statistischen Mechanismus ausschließende Verzerrung, die in neuerer Zeit durch das Vorherrschen kollektiver Lohnverhandlungen hinzugekommen ist, werfen die Frage auf, inwiefern die Formulierung einer so kurzen Kette wie sie die originäre *Phillips*-Relation darstellt, heute überhaupt noch als sinnvoll angesehen werden kann. Der Autor selbst sieht diese Problematik sehr wohl, wenn er schreibt, daß die Grundschwierigkeit der empirischen Untersuchung darin besteht, „angesichts der Vielzahl faktischer wirtschaftsendogener und -exogener Lohnbestimmungsfaktoren, Rang und Stärke einzelner

lohnbestimmender Elemente isoliert nachweisen zu müssen“ (S. 29). Diese Schwierigkeit wird durch den Unbestimmtheitsgrad der Arbeitslosenrate als Indikator der Angebots-Nachfragesituation auf dem Arbeitsmarkt weiter verschärft, wie die ausführliche Diskussion möglicher Funktionsverläufe der *Phillips*-Beziehung durch R. G. Lipsey (S. 44 - 52) beweist. Dem Autor kann nur zugestimmt werden, wenn er gerade wegen der Unschärfe des Beschäftigungskriteriums dem Versuch, die *Phillipskurve* als inflationstheoretisches Erklärungsmodell zu missbrauchen, sehr skeptisch gegenübersteht.

Im zweiten Teil folgt eine umfassende Bestandsaufnahme der Testergebnisse der *Phillipskurve* für den Beobachtungszeitraum der letzten 25 Jahre. Dabei werden sowohl Schätzungen berücksichtigt, die sich auf das eigentliche *Phillips*-Problem — die Beziehung zwischen Lohnänderung und Arbeitslosigkeit — beschränken, als auch solche, die auf umfassendere Lohnbestimmungsgleichungen erweitert sind. In Übersichtstabellen sind am Schluß jeder Länderstudie alle wichtigen Funktionen vollständig zusammengefaßt. Wie nicht anders zu erwarten, ergibt sich bei den geschätzten Funktionen für die einzelnen Länder ein außerordentlich heterogenes Bild, das anschaulich in einem vergleichenden Diagramm dargestellt ist (S. 130). Diese Heterogenität, die aus den unterschiedlichen institutionellen und strukturellen Verhältnissen in den betrachteten Volkswirtschaften resultiert, macht — wie der Autor zu Recht anmerkt — alle Versuche international vergleichender Darstellungen von vornherein zunichte. Dies gilt auch für die bescheidenen Ansätze, jedenfalls für kurze Zeiträume zu international vergleichbaren statistischen Werten zu kommen.

Gewarnt, wenn auch nicht entmutigt, macht sich der Autor sodann an eigene Schätzungen der *Phillipskurve* für Deutschland über einen Zeitraum von 1890 bis 1968. Ausgehend von der originären *Phillips*-Hypothese wird der Einfluß weiterer Bestimmungsfaktoren der Lohnänderungsrate — z. B. Produktivität, Gewinn, Kapazitätsauslastung — getestet und damit der Versuch unternommen, zu erweiterten Lohnanpassungsgleichungen zu kommen. Unter Berücksichtigung entscheidender historischer Brüche in der wirtschaftlich-politischen Entwicklung wird der gesamte Beobachtungszeitraum auf die Phasen 1880 - 1913, 1925 - 1931, 1948 - 1957 und 1958 - 1968 aufgeteilt.

Als wichtigste Ergebnisse sind festzuhalten: Trotz guter Übereinstimmung in einigen Beobachtungszeiträumen läßt sich die einfache *Phillips*-Relation für Deutschland nur bedingt bestätigen. Das gilt insbesondere für die Gegenwart, die durch ein langfristig hohes Beschäftigungsniveau gekennzeichnet ist und in der sich ein signifikanter Einfluß der Arbeitsmarktfaktoren auf die Lohnentwicklung nicht nachweisen läßt. Ein besonders enger Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Lohnentwicklung läßt sich demgegenüber für das Deutschland von 1890 - 1913 bestätigen, was der Autor mit der seinerzeitigen „empfindlicheren“ Reaktion der Löhne auf die jeweilige Beschäftigungslage erklärt. Dies leuchtet unmittelbar ein, wenn man sich vor Augen führt, daß den Arbeitnehmern erst 1918 das volle Koalitionsrecht verliehen worden ist. Was die Schätzungen der erweiterten *Phillips*-Gleichungen für diese Zeit betrifft, so läßt sich für die Periode 1952 - 1961 nachweisen, daß ein etwa einjähriger Lag der Lohnentwicklung gegenüber Gewinnänderungen besteht. Den entscheidenden lohnbestimmenden Faktor für die Periode 1960 - 1968 sieht der Autor demgegenüber im Kapazitätsauslastungsgrad, wobei die Anpassung der Lohn-

entwicklung an ein niedrigeres bzw. höheres Auslastungsniveau verzögerungsfrei verläuft. Weniger signifikant schließlich sind die Schätzungen über die Lohn-Preis-Lohn-Beziehung: Während für die Periode 1952 - 1961 eher eine preisbeeinflussende Lohnentwicklung angenommen werden kann, war für den Zeitraum 1960 - 1968 eher eine lohnbestimmte Preisentwicklung gegeben. Neuerlich ein Beweis für die geringe Verlässlichkeit der *Phillips*-Hypothese als inflationstheoretisches Erklärungsinstrument.

Alles in allem: Auch die vorliegende Untersuchung bleibt den Beweis schuldig, daß eine langfristige, einwandfrei gesicherte *Phillips*-Relation aufgestellt werden kann. Vielmehr erweitert sie die bereits vorliegende Reihe voneinander abweichender, teilweise sogar widersprüchlicher Ergebnisse. Sicherlich ist nicht zu bestreiten, daß grundsätzlich ein Zusammenhang zwischen Lohnratenänderung und Arbeitslosigkeit besteht, jedoch ist dieser Zusammenhang weniger stramm als *Phillips* selbst ihn behauptet hat. Der Vorwurf aber, einen weiteren Beweis für diese Behauptung schuldig geblieben zu sein, trifft ganz sicherlich nicht den Autor der vorliegenden Monographie, sondern bleibt auch weiterhin dem Urheber dieser Behauptung zuzurechnen.

Hartmut Rudloff, Bonn

*Köhler, Claus (Herausgeber): Geldpolitik — kontrovers. Mit Beiträgen von Sonning Bredemeier, Werner Glastetter, Karl-Heinz Ketterer, Wim Kösters, Reinhard Pohl, Rüdiger Pohl, Alfons Schmid, Diethard B. Simmert, Ludwig Stirnberg, Peter Trapp, Bund-Verlag Köln 1973, 175 Seiten, kartoniert DM 13,80.*

Das Buch ist eine teilweise Zusammenstellung von Beiträgen zu einer Diskussion, bei der das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut des Deutschen Gewerkschaftsbundes (WSI) Wissenschaftlern Gelegenheit gegeben hatte, ihre Meinung zu Problemen der monetären Entwicklung und der monetären Steuerung darzustellen. Die Forderung nach stärkerem — wenn nicht sogar alleinigem — Einsatz der Geld- und Kreditpolitik zur Lösung von Stabilitäts- und Beschäftigungsproblemen wird je nach dem theoretischen Standpunkt entschieden befürwortet oder ebenso deutlich unter Hinweis auf Mängel dieses Konzepts abgelehnt. Das Buch verfolgt die Absicht, diese geldpolitische Kontroverse darzustellen.

Diethard B. Simmert informiert im ersten Beitrag („Alternative Stabilisierungskonzepte: Fiskalismus kontra Monetarismus“) über die Grundzüge der Fiskalismus-Monetarismus-Kontroverse und erläutert die Vorstellungen der Fiskalisten und Monetaristen zur Stabilisierungspolitik. Der Überblick wird beschlossen mit der Feststellung, daß die Wirtschaftspolitik in der Bundesrepublik Deutschland in der Vergangenheit keynesianisch, d.h. fiskalistisch orientiert gewesen ist, was seinen Niederschlag auch im Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums in der Wirtschaft von 1967 fand.

Rüdiger Pohl („Grundzüge einer Liquiditätstheoretischen Konzeption für die Zentralbankpolitik“) stellt eine theoretische Konzeption dar, die der Zentralbank die Aufgabe zuweist, durch Einfluß auf die liquiden Mittel der Banken die Geld- und Kreditströme zu steuern. Diese Konzeption beachtet besonders

die institutionellen Gegebenheiten im Bankensystem der Bundesrepublik Deutschland. *Pohl* geht davon aus, daß die Zentralbank in Kooperation mit den übrigen Trägern der Wirtschaftspolitik eine bestimmte Entwicklung des Volkseinkommens anstrebt. Zahlungen sollen nur in Geld geleistet werden können. Die von der Zentralbank zu steuernde Kreditgewährung muß nun so hoch sein, daß das damit entstehende zusätzliche Geld mit der bereits vorhandenen Geldmenge gerade ausreicht, um das dem angestrebten Wert des Volkseinkommens entsprechende Zahlungsvolumen zu finanzieren. Der Liquiditätsaldo bestimmt die zusätzliche Kreditgewährung der Banken, ihn zu regulieren ist Aufgabe der Zentralbank.

Peter *Trapp* („Geldmenge und wirtschaftliche Aktivität: der Zusammenhang zwischen Geldmenge, Nachfrage und Preisen“) untersucht, inwieweit die moderne Quantitätstheorie eine zutreffende Erklärung der monetären Vorgänge in der Bundesrepublik Deutschland bietet. Die zentrale Frage ist, ob die Geldmenge als exogen bestimmt betrachtet werden kann und ob die Richtung der Kausalkette zwischen Geldmenge und monetärer Gesamtnachfrage eindeutig zu identifizieren ist. Als derzeit mögliche pragmatische Regel für die Geldpolitik sollte gelten, daß die Zentralbank starke Schwankungen in den Zuwachsralten der Geldmenge vermeidet, um von der monetären Seite her das Risiko konjunktureller Störungen gering zu halten. Dies bedingt jedoch auch eine außenwirtschaftliche Absicherung der Geldpolitik mit flexiblen Wechselkursen.

Reinhard *Pohl* widerspricht in seinem Beitrag („Bestätigt die westdeutsche Konjunktur von 1967 - 1971 den Monetarismus?“) der These Manfred J. M. *Neumanns* in dessen Diskussionsbeitrag „Zur relativen Bedeutung fiskalischer und monetärer Impulse“ (WSI-Mitteilungen, Heft 1/1973), daß unter den Impulskräften, die auf die allgemeine ökonomische Aktivität einwirken, die monetären Impulse, gemessen an der Geldmengenentwicklung, dominieren. *Neumann* verdeutlicht dies am Beispiel des fünften Nachkriegs-Konjunkturzyklus in der Bundesrepublik. Sein Beitrag ist im vorliegenden Band allerdings nicht abgedruckt; *Neumann* zog seine Zustimmung zur Aufnahme dieser Ausführungen ebenso zurück wie die Aufnahmeeinladung für seine Antwort und Kritik („Hypothesen-Evidenz-Kritik“, WSI-Mitteilung, Heft 6/1973) auf Reinhard *Pohls* Beitrag. Reinhard *Pohl* führt aus, welche Schwächen Nicht-Monetaristen im monetaristischen Konzept sehen. Außerdem versucht er an der tatsächlichen Entwicklung darzustellen, daß in den vergangenen Jahren neben den monetären Impulsen — gemessen an der Bankenliquidität — auch fiskalische Impulse eine beträchtliche Rolle gespielt haben.

Karl-Heinz *Ketterer* und Diethard B. *Simmert* („Moderne Quantitätstheorie und Laissez-faire-Liberalismus — einige Anmerkungen zu den ordnungspolitischen Funktionsbedingungen des Monetarismus“) weisen darauf hin, daß sich die bisherige Diskussion um die Geldmengenpolitik auf einer technizistisch-operationellen Ebene bewegt. Sie leiten ab, daß im monetaristischen System bestimmte ordnungspolitische Funktionsbedingungen erfüllt sein müssen, damit die Geldmengenpolitik die Effekte erzielt, die sie anstrebt. Es wird festgestellt, daß diese Funktionsbedingungen Ausdruck des laissez-faire-liberalen Denkens sind. Solche Bedingungen werden von den Verfassern für unfair gehalten, weil eine Korrektur der Einkommensverteilung unerreichbar würde.

Rüdiger Pohl („Geldbasis versus Liquiditätssaldo — ein Vergleich zweier geldtheoretischer Konzepte“) vergleicht in seiner zweiten Arbeit die liquiditäts-theoretische und geldangebotstheoretische Konzeption einer Zentralbankpolitik. Wim Kösters („Ergebnisse und Probleme empirischer Tests geldtheoretischer Hypothesen“) gibt einen Überblick über empirische Tests geldtheoretischer Hypothesen, indem er die meisten der bisher dazu vorgelegten empirischen Arbeiten diskutiert und kommentiert. Alfons Schmid und Ludwig Stirnberg („Die Konzeption des Sachverständigenrats — fiskalistisch oder monetaristisch?“) untersuchen, welchem Konzept die Position des Sachverständigenrates zuzuordnen ist. Sie stellen fest, daß er nicht eindeutig der einen oder der anderen Richtung zuzurechnen ist, betonen aber zu Recht, daß tendenziell fiskalistische Züge erkennbar sind.

Sonning Bredemeier („Erweitertes kreditpolitisches Instrumentarium für die Deutsche Bundesbank“) nimmt Stellung zu den Plänen, das kreditpolitische Instrumentarium zu erweitern. Er kommt zu dem Ergebnis, daß ein rechtzeitiger koordinierter Einsatz der vorhandenen Mittel von Fiskal- und Kreditpolitik hinreichende Erfolgsaussichten bietet. Von daher sei eine Verbesserung existierender Instrumente denkbar, die Einführung neuer Mittel sei dann jedoch nicht nötig.

Werner Glastetter („Die geldpolitische Diskussion — einige Überlegungen aus der Sicht der ziel- und ordnungspolitischen Gesamtbedingungen“) diskutiert abschließend ein zentrales Theorem des Monetarismus, nämlich das der Stabilität des privaten Sektors. Glastetter geht dieses sich einer empirischen Nachprüfung scheinbar entziehende Theorem mit operationalen Kriterien an, um es zu widerlegen. Er wendet sich dagegen, daß die geldpolitische Diskussion nur technokratisch geführt wird. Um den Realitätsbezug zu erhalten, verlangt er, daß die Kontroverse vor dem Hintergrund ziel- und ordnungspolitischer Zusammenhänge ausgetragen wird.

Insgesamt gibt das vorliegende Buch einen weitgespannten Überblick über die aktuelle geldpolitische Diskussion in der Bundesrepublik Deutschland, wobei allerdings die Lücke, die durch das Fehlen der Beiträge von Neumann entstanden ist, bedauert werden muß.

Hermann Quester, Bonn

*Beckhart, Benjamin Haggott: Federal Reserve System. American Institute of Banking/The American Bankers Association, o. O. 1973, 584 S., Ln. 52,— DM.*

Die umfangreiche und fast immer bis in institutionelle oder historische Einzelheiten gehende Arbeit des bekannten Emeritus der Columbia Universität zeigt die Entwicklung und die Funktionen des amerikanischen Zentralbankensystems seit dem Federal Reserve Act auf, behandelt die Probleme der Geld- und Kreditversorgung seit dieser Zeit und vermittelt insbesondere in den letzten Kapiteln einen Eindruck von den gegenwärtigen Schwierigkeiten der Währungspolitik im nationalen und internationalen Rahmen.

Das Buch ist nicht für den Leser geschrieben, der eine theoretisch fundierte Kritik an der Politik der in den Vereinigten Staaten eher föderalistisch organi-

sierten monetären Autoritäten sucht. Angesprochen wird in erster Linie, wer — z. B. als Politiker oder Historiker — an den sehr sorgfältig zusammengetragenen Fakten Interesse hat. Für ihn wird die Vielfalt bankpolitischer Erscheinungen vor dem Hintergrund institutioneller Besonderheiten des amerikanischen Geld- und Kreditmarktes, zum Teil auch aus dem persönlichen Verhalten der mit Währungsfragen befaßten Politiker erschlossen. Durch die Arbeit Beckharts zieht sich eine Grundeinstellung, die vielleicht am besten in einer Formulierung zum Ausdruck kommt, mit der die Bedeutung der Zusammensetzung des amerikanischen Zentralbankrates, des ‚Board of Governors of the Federal Reserve System‘, charakterisiert wird: „Changes in the structure are far less important than the types of people selected to serve.“ (S. 36)

Im Eingangskapitel wird die Entwicklung des Systems von der Gründung der beiden Zentralbanken von 1791 und 1816 in Philadelphia an über den Independent Treasury Act von 1840 und den National Currency Act von 1863 bis zur Unterzeichnung des Federal Reserve Act im Jahre 1913 beschrieben. Die folgenden vier Kapitel behandeln den verwaltungsmäßigen Aufbau des Federal Reserve System sowie dessen Funktion insbesondere als ‚lender of last resort‘ und als Kontrollorgan über die Mitgliedsbanken. Die Entwicklung der Diskont-, der Offenmarkt- und der Mindestreservenpolitik wird aufgezeigt.

In den Kapiteln 6 bis 11, die die Zeit zwischen 1913 und 1960 umfassen, werden einige entscheidende Epochen in der Geschichte des Federal Reserve Systems diskutiert. Die Kriegsfinanzierung, die Entwicklung nach den beiden Weltkriegen und während der drei großen Depressionen in den zwanziger und dreißiger Jahren sowie der Gold Reserve Act von 1934 nehmen dabei den größten Raum ein.

Die Kapitel 12 bis 15 sind den Problemen der sechziger Jahre gewidmet. Von massiven Kapitalexporten begleitete Zahlungsbilanzdefizite stellten das Zentralbanksystem vor eine unerwartete Belastungsprobe bei der Formulierung und Durchsetzung der Geld- und Kreditpolitik. Die Entwicklungen auf den Kreditmärkten, der Euro-Dollar-Markt sowie das Aufkommen der Certificates of Deposit werden im 13. Kapitel angesprochen.

Im 16. Kapitel befaßt sich der Autor mit dem internationalen Währungssystem nach dem 2. Weltkrieg. Die Arbeit des Internationalen Währungsfonds, die Swap-Vereinbarungen zwischen den Zentralbanken der westlichen Industriestaaten und die Schaffung der Sonderziehungsrechte stehen im Mittelpunkt der Diskussion.

Im Folgenden werden dann die anhaltenden Dollarschwächen und die Auswirkungen des Niedergangs des Dollars als Reservewährung auf die internationale Währungsordnung bis zur vorläufigen Aufgabe des Systems fester Wechselkurse verfolgt. Mit einer Beurteilung der währungspolitischen Instrumente des Federal Reserve Systems sowie einer Darstellung und Analyse der währungspolitischen Ziele in den Vereinigten Staaten schließt die Arbeit.

Bernd Rudolph, Bonn

Wolff, Heide: Die Liquiditätsversorgung des schweizerischen Bankensystems; Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Band 4, Duncker & Humblot, Berlin 1969. 131 S., Ln., 36,60 DM.

Die Frage, inwieweit eine nationale Zentralbank durch die Variation der Liquiditätsversorgung des Bankensystems Einfluß auf die Kreditversorgung der Nichtbanken und darüber auf wirtschaftspolitische Ziele ausüben kann, stellt heute für Wirtschaftstheorie und -praxis einen Diskussionspunkt von wachsender Bedeutung dar. Das gilt besonders im Hinblick auf relativ kleine Länder wie die Schweiz, mit deren spezieller geldpolitischer Problematik sich die vorliegende Arbeit befaßt. Besonderes Interesse kommt der Arbeit vor allem deswegen zu, weil darin versucht wird, die Relevanz des speziellen institutionellen Rahmens für die Möglichkeiten der Kreditpolitik herauszustellen (Kap. B und C). Die häufig, besonders von Praktikern zitierte Diskrepanz zwischen Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik hat nicht zuletzt in der Vernachlässigung des wichtigen institutionellen Rahmens ihre Ursache.

Um ein Bild von der quantitativen Bedeutung dieses Rahmens für die Liquiditätsversorgung der schweizerischen Banken zu gewinnen, analysiert die Verfasserin den saldenmäßigen Niederschlag von Transaktionen zwischen Zentralbank und Banken einerseits und Banken und Nichtbanken (Private, öffentliche Haushalte und Ausländer) andererseits im Spiegel der Zentralbankbilanz und der konsolidierenden Bilanz des gesamten Bankensystems. Die geldstromanalytischen Ergebnisse werden schließlich daraufhin untersucht, inwieweit sie den sogenannten Liquiditätssaldo der Banken, d. h. die Differenz zwischen Einlagen und Krediten aller Banken gegenüber Nichtbanken verändern.

Das in Anlehnung an Claus Köhler verwandte Liquiditätssaldenkonzept (Kap. A) soll dabei die Basis für den potentiellen Kreditspielraum der Kreditinstitute liefern. Daß dieser Kreditschöpfungsspielraum der Kreditinstitute bei fixierten Wechselkursen und freier Konvertibilität keineswegs ausreichend durch die statistisch gemessene Liquiditätsrelation der Bankenbilanz determiniert wird, sondern daneben — das wurde in den letzten Jahren besonders deutlich — u. a. durch die Möglichkeiten, im Ausland Geld aufzunehmen, ist ein Mangel, der immer wieder übersehen wird.

Die Verfasserin stellt deutlich heraus, daß aus dem Liquiditätssaldenkonzept Kausalaussagen nicht abgeleitet werden können. Wenn also an verschiedenen Stellen der Arbeit die Verbindung zu dem Kreditschöpfungsspielraum erwähnt wird oder — wenn auch nur als Denkmodell — abwechselnd einzelnen Einflußkomponenten des Liquiditätssaldos als „Ursachen“ bezeichnet werden, so darf daraus keine Überbewertung der geldpolitischen Möglichkeiten des Liquiditätssaldenkonzepts abgeleitet werden. Der Wert des Konzepts liegt vielmehr darin, daß diese Form der Analyse den quantitativen Einfluß einzelner Liquiditätsskomponenten beschreibt und damit Hinweise für geeignete geldpolitische Maßnahmen zur kontinuierlichen Liquiditätssteuerung des Bankensystems bietet.

Wie groß die Gefahr der Verwendung des Ausdrucks „Ursache“ für eine beliebige Komponente des Liquiditätssaldos ist, stellt die Verfasserin selbst unter Beweis. So wird beispielsweise unter dem Ziel der Erreichung einer kontinuierlichen Liquiditätsentwicklung der Kreditinstitute erwogen, daß der

Bund „allzu große Ausschläge der Devisenreserven durch bewußte Dispositionen seiner Kassenmittel“ ausgleichen möge. Sofern die angestrebte „kontinuierliche“ Liquiditätsversorgung als formale, nicht bedarfsgerechte Verstetigung des Liquiditätssaldos verstanden wird, würde sich dies im Zustrom weiterer Auslandsgelder ausdrücken. Die Kassenpolitik des Bundes wäre hier also als Ursache zu sehen für die vermeintlich die kontinuierliche Liquiditätsentwicklung störenden Auslandsgelder und nicht etwa umgekehrt.

Im letzten Kapitel (D) stellt H. Wolff die kreditpolitischen Instrumente kritisch dar. Allerdings wird dabei nicht, wie das für die Geldpolitik der Schweiz als international gesehen „kleinem Land“ zu vermuten wäre, deren weitgehende Unwirksamkeit festgestellt. Das dürfte aber nicht zuletzt damit zu erklären sein, daß in der Schweiz seit Jahrzehnten den Marktkräften immer etwas nachgeholfen wird; sei es in Form von Gentlemen's Agreements, sei es — wie in jüngerer Zeit weniger zurückhaltend — durch direkte behördliche Vorschriften über die Begrenzung der Inlandskredite und zur Kapitalverkehrskontrolle. Offen bleibt die Frage nach dem instrumentalen Beitrag, den eine kontinuierliche Liquiditätsversorgung des Bankensystems innerhalb der Geldpolitik einer „kleinen offenen“ Volkswirtschaft zu leisten vermag. Mit Sicherheit erleichtert sie die Gelddispositionen der Kreditinstitute.

Eberhart Ketzel, Bonn

*Gold*, Joseph: Voting and Decisions in the International Monetary Fund. International Monetary Fund, Washington, D. C. 1972, 368 S., 6,50 \$.

*Gold*, der dem Internationalen Währungsfonds (IWF) bereits seit 1946 als juristischer Mitarbeiter, seit 1960 als Chefjurist und General Counsel angehört, setzt mit seinem Buch über „Abstimmungs- und Entscheidungsmechanismen im Internationalen Währungsfonds“ die Reihe seiner wichtigen, für jeden an internationalem Währungsfragen Interessierten äußerst hilfreichen Abhandlungen zum besseren Verständnis von Funktionen und Arbeitsweisen des IWF fort. Der besondere Reiz der vorliegenden Arbeit, die — wie frühere Arbeiten des Verfassers — weit über die rein juristischen und administrativen Aspekte des behandelten Gegenstandes hinausführt, liegt nicht zuletzt in der Tatsache begründet, daß *Gold* praktisch von Anbeginn des Fonds dessen praktische Arbeit „aus erster Hand“ miterlebt, zum Teil auch mitgestaltet hat. *Gold* beschreibt sehr eingehend die Zusammensetzung, die Zuständigkeiten und Kompetenzen sowie die Verfahrensregeln der einzelnen Fondsorgane, des Rates der Gouverneure und desjenigen der Exekutive-Direktoren. Die Rolle des Managing-Direktors und des Fondsstabes wird ebenfalls sehr eingehend behandelt. Die für die praktische Arbeit des Fonds und die für den politischen Willensbildungsprozeß dieser Schaltstelle der internationalen Währungsbeziehungen letztlich äußerst entscheidende Frage der Stimmberechtigung einzelner Fondsmitglieder, die Ausgestaltung und Berechnung ihrer Stimmrechte, nimmt naturgemäß einen breiten Raum ein. Die Darstellung dieser Zusammenhänge, in deren Rahmen insbesondere die von den einzelnen Mitgliedsstaaten übernommenen Fondsquoten eine entscheidende Rolle spielen, führt über die „administrative Außen-

ansicht“ des Fonds hinaus tief in die politischen, insbesondere währungspolitischen Hintergründe des westlichen Währungssystems hinein.

Der auf der Basis ihrer Quoten berechnete Umfang der Stimmberechtigung einzelner Mitgliedsstaaten weist demzufolge erhebliche Abweichungen auf. Obwohl für die Entscheidungspraxis im Fonds grundsätzlich das Mehrheitsprinzip vorgesehen ist, wird dieser Grundsatz durch eine erhebliche Anzahl von Ausnahmen, besondere Schutzvorkehrungen usw. in einer Weise modifiziert, die für den Außenstehenden nur schwer erkennbar ist. Es ist andererseits interessant zu erfahren, daß die umfassenden Regelungen, die die Fondsstatuten für den Meinungsbildungs- und Entscheidungsmechanismus bereit halten, in praxi kaum jemals haben angewandt werden müssen. Es ist vielmehr — wie der Verfasser im einzelnen darlegt — ein hervorstechendes Merkmal des Fonds, daß die überwiegende Mehrzahl aller Entscheidungen der Exekutiv-Direktoren ohne formale Abstimmung getroffen werden können. Die Entscheidungsprozeduren im Rahmen der Sonderziehungsrechte, dieser wichtigen neuen Aufgabe des Fonds, werden ebenfalls eingehend behandelt. Es ist ferner ein besonderer Vorzug des Buches, daß auch die Arbeit verschiedener Sonderkomitees des Fonds, darunter insbesondere des Komitees für die Reform des internationalen Währungssystems (die bekannte Zwanziger-Gruppe), eingehend dargestellt werden.

Die Arbeit *Golds* zeichnet sich bei aller juristischer Akkuratesse durch ihre übersichtliche und gut verständliche Darstellungsweise aus. Das Buch ist für jeden, der sich als Wissenschaftler oder als Praktiker mit institutionellen Aspekten des Internationalen Währungsfonds zu beschäftigen hat, ein wertvolles Hilfsmittel. Sein Wert wird durch einen umfassenden Dokumententeil abgerundet, in dem neben den Fondsstatuten und wichtigen Bestimmungen der Fondssatzung u. a. ausführliche Übersichten über die Fondsquoten und Stimmrechte der einzelnen Mitgliedsländer, über die Zusammensetzung des Rates der Exekutiv-Direktoren, über die von ihnen vertretenen Länder und von ihnen wahrgenommenen Stimmrechte sowie weitere für die Arbeit und ein besseres Verständnis der administrativen Struktur des Fonds wesentliche Dokumente im Wortlaut wiedergegeben werden.

Klaus Flachmann, Mannheim

*Sohmen*, Egon: Wechselkurs und Währungsordnung (übertragen aus dem Englischen), Mohr-Siebeck, Tübingen 1973, 270 S., 48,— DM.

Die vorliegende Übersetzung des bereits im Jahre 1961 in erster Auflage erschienenen *Sohmenschen* Buches „Flexible Exchange Rates“ fällt in eine Zeit, die — wohl nicht zu Unrecht — als Ende des Systems von Bretton Woods bezeichnet wird. Denn mit der Entscheidung des erweiterten Zehner-Clubs vom März 1973, die Interventionsverpflichtung gegenüber dem US-Dollar als der Leitwährung des westlichen Währungssystems aufzuheben, ist der letzte tragende Pfeiler des klassischen Bretton Woods-Systems beseitigt worden — nachdem schon vorher die Goldkonvertibilität der einseitigen Aufkündigung durch die USA und das Paritätssystem dem *Smithsonian-Agreement* vom Dezember 1971 zum Opfer gefallen waren.

Diese — angesichts ihrer Plötzlichkeit wohl auch für den Berufsprognostiker überraschende — Entwicklung in Rechnung gestellt, müßte die gegenüber der nunmehr immerhin vor über zehn Jahren erschienenen Originalausgabe nur unwesentlich erweiterte Monographie *Sohmens* obsolet und ihre Polemik an den unverbesserlichen Anhängern des Bretton Woods-Systems anachronistisch erscheinen. Es bliebe dem Autor wie seinem frühen und konsequenten Bekenntnis für flexible Wechselkurse allenfalls der Trost einer späten Rechtfertigung.

Wenn diese Veröffentlichung dennoch — und eigentlich heute erst recht — ihren Wert behält, so beruht dies auf dem Verdienst des Autors, nicht nur die Mängel des bisher herrschenden Währungssystems fester Paritäten analysiert zu haben, sondern gleichzeitig Leitlinien für die währungspolitische Bewältigung des paritätslosen Zustandes zu liefern. Denn: Zwar sind die — sicherlich reichlich morschen — Stützpfiler des Bretton Woods-Systems nunmehr beseitigt, unklar bleibt jedoch weiterhin, welches neue System letztlich an seine Stelle treten wird, und insbesondere, welche Rolle in diesem neuen System künftig der Wechselkursmechanismus spielen wird.

Tiefverwurzelte Vorurteile und sicherlich auch bei grundsätzlichen Befürwortern flexibler Wechselkurse immer noch latent vorhandene Besorgnisse über die Funktionsweise eines solchen Systems auszuräumen, ist das Verdienst des *Sohmenschen* Buches. Dies gilt insbesondere für seine klare Widerlegung des außenwirtschaftlichen Elastizitätspessimismus wie der These von der im Regelfall destabilisierenden Wirkung der Devisenspekulation — zwei Auffassungen, die auch heute noch vielfach die wechselkurspolitische Diskussion bestimmen. Hervorzuheben ist darüber hinaus das ständige Bemühen des Autors, bei allen Analysen einen direkten Konnex zwischen der Leistungs- und der Kapitalverkehrsbilanz herzustellen und damit einer willkürlichen Trennung von monetärer und realwirtschaftlicher Sphäre zu entgehen.

Die mit der Einbeziehung wohlfahrtstheoretischer Aspekte versuchte Integration monetärer und realwirtschaftlicher Phänomene ist im übrigen eines der positivsten Ergebnisse dieses in amerikanischer Tradition geschriebenen Buches. Besonders lesenswert in diesem Zusammenhang sind die Kapitel über die wohlfahrtsökonomischen Aspekte der Spekulation, die Einkommens- und Beschäftigungseffekte unterschiedlicher Währungssysteme sowie die Auswirkungen eines Systems fester bzw. flexibler Wechselkurse auf den Zusammenschluß mehrerer Wirtschaftsräume zu einer Währungsunion, auf das Wachstum unterentwickelter Länder wie auf die konjunkturpolitischen Steuerungsmöglichkeiten eines einzelnen Landes. Jedem „Europäer“ wärmstens empfohlen sei die Lektüre der Passagen, in denen der Autor in aller nur wünschenswerten Deutlichkeit mit dem Versuch abrechnet, ein gemeinsames europäisches Agrarpreissystem wechselkurspolitisch im Wege des Grenzausgleichs absichern zu wollen (Seiten 212 - 215).

Ein besonderer Leckerbissen für den Theoretiker ist das umfangreiche Kapitel zum Thema „Devisenterminmärkte“. Mit überzeugender Klarheit gelingt es dem Autor, die Wechselbeziehungen zwischen Kassa- und Terminmärkten zu analysieren und stichhaltige Schlüssefolgerungen für eine zahlungsbilanzgerechte Geld- und Kreditpolitik abzuleiten.

Alles in allem: ein gerade in der Interimsphase auf dem Wege zu einer neuen internationalen Währungsordnung lesenswertes Buch. Es bringt: Eine Fülle von Optionen für die Ausgestaltung eines Währungssystems, in die auch eine gewisse Flexibilität der Wechselkurse Eingang findet. Es fehlt: vielleicht ein wenig der Bezug zu einer Realität der kontrollierten Flexibilität, bei der die Notenbanken nun wieder doch nicht völlig auf ihre Möglichkeiten zur wechselkurspolitischen Intervention verzichten. Bleibt nur zu wünschen, daß der Autor diese neuen empirischen Erfahrungen als Frucht in die nächste Fortschreibung seines Buches einbringen wird.

Hartmut Rudloff, Bonn

*Horn, Norbert: Das Recht der internationalen Anleihen, Athenäum-Verlag, Frankfurt/Main, 1972, 572 S., 78,— DM.*

Das Recht der internationalen Anleihen rückt immer dann in den Vordergrund des Interesses, wenn der Anleihemarkt durch Zahlungsschwierigkeiten und Zusammenbrüche von Anleiheschuldnern beunruhigt ist und die Gläubiger sich ihre Ansprüche sichern wollen. Während nämlich in ruhigen und normalen Phasen die Finanztechnik allein das Feld beherrscht und die rechtliche Seite zwar nicht vernachlässigt, aber doch wenig beachtet wird, erzwingt die Frage nach den Gläubigerrechten die Rückbesinnung auf den Problemkreis als solchen. Die Erschütterungen durch den Ersten Weltkrieg und die Weltwirtschaftskrise brachten nicht nur eine umfangreiche Rechtsprechung und Literatur zu Rechtsfragen der Auslandsanleihen, sogar der Völkerbund berief eine Studienkommission, deren Arbeitsergebnis Jahre später in den Entwurf von Unidroit für ein einheitliches Recht der auswärtigen (Staats-)Anleihen eingingen.

In der Zeit der „kleinen Krise“ des Euro-Anleihemarktes im Jahr 1970 ist auch — und wohl nicht ganz zufällig — die Hornsche Habilitationsschrift über das Recht der internationalen Anleihen, speziell der Euro-Anleihen entstanden. Vor dem Hintergrund der Arbeiten der Völkerbundstudienkommission, der langwierigen Entstehungsgeschichte des Unidroit-Entwurfs gesehen und gemessen an den immensen praktischen Problemen, die eine Aufgabe diesen Zuschnitts mit sich bringt, hat der Autor ein außerordentliches Werk vorgelegt. Dies gilt nicht nur für die sprachlich und stilistisch auf beachtlichem Niveau stehende Darstellung selbst, sondern vor allem für die Sammlung der Fakten und ihre Verarbeitung zu einem Gerüst „transnationalen Rechts“, eine konstruktiv-schöpferische Leistung von hohem Grad.

Das Recht der internationalen Anleihen ist gekennzeichnet dadurch, daß es staatlich fixiertes Recht hierzu nicht gibt, sondern daß privat vereinbarte Verträge die Beziehungen der Partner untereinander beherrschen, wobei diese Verträge sich allerdings im Rahmen des staatlichen Wirtschaftslenkungsrechts zu bewegen haben. Dies und der Vorrang der Finanztechnik bedingen, bevor überhaupt an die rechtliche Durchdringung gedacht werden kann, die Erforschung der Tatsachen, die die internationalen Anleihen in ihrem Charakter prägen. Hierbei stehen zwei Aspekte im Vordergrund, die Organisation der Anleihe und die rechtliche Position der Anleihegläubiger. Diese Großkomplexe

wiederum gliedern sich in fünf Fragenbereiche: Die Rechtsfragen des Marktes und der Emittenten als vorgegebene Organisationsprobleme, die Emissionsverträge, die Anleiheorganisationsverträge und die Rechte der Obligationäre, d. h. Begründung und Inhalt dieser Rechte sowie deren Ausübung und Schutz.

Bei den vorgegebenen Organisationsproblemen ist neben dem Wirtschaftslenkungsrecht im weitesten Sinne — Vorschriften über Kapitalverkehrsrestriktionen, Genehmigungen, Regelungen des Effektenwesens — vor allem das Steuerrecht zu nennen. Dabei zählt zu den Eigenarten des europäischen Anleiemarktes, daß die steuerlichen Vorteile mit den stärksten Anreiz darstellen, so wie es zu den Eigenarten internationaler Anleihen generell gehört, daß sie sich durch eine besondere Elastizität und Flexibilität gegenüber der gleichgroßen Beweglichkeit des relevanten Wirtschaftsrechts und der zuständigen Behörden auszeichnen. Das angestrebte „conflict avoidance“ zeigt sich bekanntlich bei der Gründung bzw. Einschaltung von Finanztochtergesellschaften (insbesondere Luxemburgische Holding und N. V. der niederländischen Antillen), dem Anpassungsinstrument an Wirtschaftslenkungs- und Steuerrecht.

Im Anleiherrecht selbst besteht — wie *Horn* feststellt — ein erstaunliches Maß an Einheitlichkeit und Gleichartigkeit der immer wieder und oft auch standardisiert verwendeten Rechtsformen und -formeln. Das geläufige Organisationsschema der Euro-Emissionen sieht zunächst den Übernahmevertrag zwischen Emittenten und Emissionsbanken vor, anschließend werden die Konsortialverträge zwischen Emissionsbanken zur Bildung von Übernahmekonsortien abgeschlossen, sodann folgen die Distributionsverträge über die Verteilung und Plazierung der Obligationen.

Nachdem *Horn* den Übernahmevertrag nach Zweck, Partner, Inhalt der Vertragspflichten und Verbindung mit anderen Verträgen eingehend untersucht hat, macht er an diesem Beispiel deutlich, daß eine einheitliche Betrachtung der Übernahmeverträge trotz nationaler Unterschiede möglich ist. Das führt zu der Feststellung, der Übernahmevertrag könne als internationaler Vertragstyp angesehen werden. Die gleiche Methode wendet *Horn* hinsichtlich der Emissionskonsortialverträge und der Distributionsverträge mit gleichem Ergebnis an.

Es erscheint jedoch fraglich, ob damit auch die Möglichkeit der einfacheren rechtlichen Einordnung und der besseren Beurteilung nach nationalem Recht gewonnen ist, das — solange es das angestrebte „transnationale Recht“ auf diesem Gebiet nicht gibt bzw. solange es noch nicht bestätigt ist — für das Recht der Partner noch von ausschlaggebender Bedeutung bleibt. Denn auch nach der Typenbildung z. B. des Konsortialvertrages als internationalem Vertragstyp und auch nach der aufgrund der empirischen Untersuchung erstellten Kurzdefinition bleibt dieser Vertrag eine „schwer scheidbare Mischung von Leistungsaustausch-, Kooperations- und Risikoverteilungsregelungen“ (S. 175). Dies zeigt sich in ähnlicher Weise auch an anderer Stelle, etwa bei der Behandlung des Zahlstellenabkommens, das zwar ebenfalls als internationaler Vertragstyp betrachtet werden kann, wobei aber dennoch die ergänzende Auslegung in nationalen Begriffen und Kategorien erforderlich ist.

Hierin zeigen sich zugleich Problem und schöpferischer Ansatz der Arbeit. Das Problem liegt in der Abstraktionshöhe des internationalen Vertragstyps,

der schöpferische Ansatz darin, daß nur bei dieser Abstraktionshöhe auf die Praxis zurückwirkende Ergebnisse gewonnen werden können. Ganz einfach schon dadurch, daß zunächst einmal Kategorien geschaffen werden, die die beschriebenen Verträge „international“-rechtlich faßbar machen. Entscheidend bleibt, daß *Horn* nicht in eine „vordergründige verbale Harmoniehypothese“ (*Möschel*, Das Wirtschaftsrecht der Banken, 1972, S. 418) verfällt, sondern durch Beurteilung nach empirisch gewonnenen Maßstäben sowie mit klug eingesetzten Hinweisen auf die „normative Kraft des Faktischen“ in ständig wacher kritischer Distanz die Darstellung zwingend zu dem Ziel führt, das es im Interesse der Partner internationaler Anleihen zu erreichen gilt: Das internationale Recht, das der Anleihepraxis Rechtssicherheit auch in unruhigen Phasen liefert.

Diese Rechtssicherheit ist dabei weniger für die direkten Partner der internationalen Anleihen, sondern vor allem für die Anleihegläubiger von entscheidender Bedeutung. Dem Recht der Obligationäre widmet *Horn* zwei große Kapitel, die umfassend den Inhalt der Gläubigerrechte (Zahlungsansprüche, Informations-, Kontroll- und Verwaltungsrechte, Rechte bei Leistungsstörungen), ihre Ausübung und Sicherung sowohl von der rechtstatsächlichen als auch von der Seite der rechtlichen Einordnung her darstellen. Aus diesem Problemkreis soll nur hinweisend herausgegriffen werden, daß die Frage der Nennwährung einer Anleihe mit all ihren Problemen des Nominalismus/Valorismus, des Schuld- und des Währungsstatus durch die Denominierung in internationalen Rechnungseinheiten vereinfachend fortentwickelt, wenn nicht gelöst werden könnte.

Bei der Sicherung und Ausübung der Gläubigerrechte steht das Problem der individuellen und der kollektiven Rechtsausübung im Vordergrund. Da die individuelle Rechtsausübung kaum möglich ist, müssen Organe der kollektiven Rechtsausübung geschaffen werden, auch wenn dies eine Einschränkung der individuellen Rechte mit sich bringt. Dabei ist jedoch hervorzuheben, daß die für Anleihen im nationalen Bereich durch den Gesetzgeber vorgesehenen Institutionen wie Obligationärsversammlungen, gemeinsame Gläubigervertreter, Anleihetrusts, Anleihetreuhand nicht gelten, so daß der Anleiheschuldner die rechtliche Gestaltung der Gläubigerorganisation bestimmt. Dies geschieht jedoch, wie *Horn* im Kapitel „Anleiheorganisations-Verträge“ ausführlich darstellt, zum großen Teil in Anlehnung an die nationalgesetzlichen Organisationsformen. Dabei spielen insbesondere der Anleihetrust angelsächsischer Praxis bzw. „kontinentaleuropäischer Umprägung“ und die Anleihetreuhand sowie die société des obligataires eine herausragende Rolle.

Eberhard Wolff, Köln