

Buchbesprechungen

Ralf-Michael Marquardt: Vom Europäischen Währungssystem zur Wirtschafts- und Währungsunion, Europäische Hochschulschriften, Peter Lang Verlag, Frankfurt/M. 1994, 301 S.

In den letzten Jahren ist die Diskussion um den weiteren Integrationsprozeß in Europa von neuem angeregt worden. Auf politischer Ebene hat dies zur Ratifizierung des Maastrichter Vertrages durch die Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft und zur damit verbundenen Absicht der Schaffung einer Währungsunion bis spätestens 1999 geführt. Dadurch werden die Wechselkurse der Teilnehmerländer irreversibel fixiert und die nationalen geldpolitischen Kompetenzen auf die Europäische Zentralbank übertragen. Auf akademischer Ebene hat dies zu einer Vielzahl von Arbeiten über die Auswirkungen der Währungsunion auf die teilnehmenden Volkswirtschaften geführt. Gerade in Deutschland ist die Befürchtung verbreitet, daß die Währungsunion die Preisstabilität gefährden könnte.

Marquardts Arbeit leistet einen Beitrag zu dieser wichtigen und sehr aktuellen Diskussion. Ziel des Autors ist es, die Beziehung zwischen Währungsunion und makroökonomischer Stabilität zu untersuchen. Die Arbeit stützt sich dabei auf eine theoretische, eine empirische und eine institutionelle Analyse.

Im Rahmen der theoretischen Analyse werden mit Hilfe eines Zwei-Länder-Modells die preisstabilisierenden Effekte verschiedener Wechselkurssysteme untersucht. Drei Wechselkurssysteme werden unterschieden: vollständig flexible Wechselkurse, garantiert fixe Wechselkurse und feste, aber änderbare Wechselkurse. Das Modell ist eine modifizierte Version des Zwei-Länder-Modells von Canzoneri und Henderson (1988) und basiert auf der Theorie relationaler Kontrakte. Diese analysiert auf der Grundlage der Neuen Institutionenökonomie die Möglichkeit, durch geeignete institutionelle Ex-ante-Arrangements opportunistisches Ex-post-Verhalten zu vermeiden. Entsprechend werden im Marquardt-Modell zwei interdependente Sektoren betrachtet: die Zentralbanken und die Gewerkschaften der einzelnen Länder, die verschiedene Präferenzen besitzen und individuelle Nutzenfunktionen maximieren. Es ergibt sich, daß der Effekt des Wechselkurssystems auf die Preisstabilität sowohl von den Parameterwerten der Nutzenfunktionen einzelner Akteure als auch von der relativen Dominanz teilnehmender Länder im Wechselkurssystem abhängt. Somit kann aufgrund der theoretischen Analyse keine abschließende Aussage über die Beziehung zwischen dem Wechselkurssystem und dem Ziel der Preisstabilität gemacht werden.

Der Autor ergänzt im anschließenden Teil das theoretische Modell durch eine empirische Analyse. Er versucht dabei, aus den Erfahrungen mit dem Europäischen Währungssystem (EWS) Hinweise über den allgemeinen Zusammenhang zwischen Wechselkurssystem und Preisstabilität zu erarbeiten. Zunächst stellt der Autor die institutionellen Gegebenheiten und die monetäre Kooperation im EWS dar und liefert in diesem Zusammenhang eine umfassende Übersicht über empiri-

sche Arbeiten zum EWS. Deskriptiv-statistische Methoden zur Analyse der Inflationsrate der EU-Länder werden anschließend angewandt, die allerdings wenig aussagekräftige Ergebnisse liefern. In Anlehnung an Arbeiten von Ungerer et al. (1990) und Collins (1988) wird ein Poolingmodell geschätzt, in dem der preisstabilisierende Effekt des Wechselkurssystems durch eine Dummy-Variable erfaßt wird. Die Schätzergebnisse des ökonometrischen Modells suggerieren einerseits eine inflationssteigernde Wirkung des EWS in seiner Anfangsphase, andererseits stützen sie die These, daß das EWS als Festkurssystem seit 1983 preisstabilisierend gewirkt hat. Wie der Autor richtig feststellt, sind die Ergebnisse ökonometrischer Analyse allerdings wegen zweier fundamentaler methodologischer Schwächen nur mit Vorsicht zu interpretieren. Einerseits stellt die durch das Pooling-Verfahren der Länder unterstellte Parameteridentität eine extreme Restriktion dar, die kaum gerechtfertigt erscheint. Andererseits berücksichtigt die Analyse nicht den Einfluß des EWS auf andere Faktoren. Eine zusätzliche Analyse des Zusammenhangs zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit, d.h. eine Untersuchung der Frage der Kosten der Inflationsbekämpfung (Sacrifice Ratio), wäre wünschenswert.

Im dritten Hauptteil der Arbeit werden die institutionellen Rahmenbedingungen der zukünftigen Währungsunion untersucht, soweit sie für die Geldpolitik und die Preisstabilität relevant sind. Der Autor zeigt, daß die Struktur der Europäischen Zentralbank (EZB) weitgehend derjenigen der Deutschen Bundesbank entspricht, und schließt, daß das Maastrichter Vertragswerk eindeutig stabilitätsorientiert konstruiert ist. Ein Punkt, der vom Autor nicht berücksichtigt worden ist, ist das Problem der Glaubwürdigkeit der EZB bei Aufnahme ihrer Aktivitäten. Mangelnde Glaubwürdigkeit der EZB kann potentiell zu höherer Inflation führen, insbesondere in den ersten Jahren der Währungsunion. Alternativ kann sie dazu führen, daß die EZB sich zu einer besonders strikten Geldpolitik gezwungen sieht, welche höhere ökonomische Kosten mit sich bringen würde.

Basierend auf der empirischen Analyse, welche für die Zeit ab 1983 die These einer preisstabilisierenden Wirkung des EWS belegt, und der institutionellen Analyse des Maastrichter Vertrages, welcher einen unmißverständlichen Stabilitätsauftrag der EZB enthält, zieht der Autor ein optimistisches Resümee bezüglich der zukünftigen Währungsunion.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß die Arbeit einen detaillierten und überzeugenden Überblick über den Problembereich Währungsunion und Preisstabilität darstellt, wobei besonders der empirische Teil gelungen erscheint.

Silvia Marengo, Hamburg

Stefan W. Nuck: Zur ökonomischen Theorie geldpolitischer Institutionen. Alternative theoretische Analysemöglichkeiten institutionellen Wandels in der Geldordnung – dargestellt am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland, Schriften zur Geldtheorie und Geldpolitik, Bd. 9, Centaurus-Verlagsgesellschaft, Pfaffenweiler 1994, 348 S.

Die Entwicklung der modernen Institutionenökonomie mit ihren vielfältigen Strömungen und Verästelungen stellt vermutlich den interessantesten Bereich der ökonomischen Theoriebildung in den letzten drei Jahrzehnten dar. Von daher liegt

es nahe, die hierbei entwickelten Ansätze systematisch daraufhin zu untersuchen, inwieweit sie geeignet sein könnten, fruchtbare Beiträge auch innerhalb des Bereichs der Geld- und Währungsordnung zu liefern. Diese Grundidee liegt der hier zu besprechenden Dissertation zugrunde.

Die Untersuchungen des Autors erstrecken sich auf drei verschiedene Fragestellungen, die aber ausgehend von obiger Grundidee stark miteinander verflochten werden. Erstens möchte er die konkrete Geld- und Währungsordnung in der Bundesrepublik Deutschland analysieren, wozu er eine ausführliche Untersuchung der institutionellen Einbindung der Deutschen Bundesbank im Hinblick auf ihre faktischen Verhaltensspielräume durchführt, gleichzeitig aber auch einen recht umfassenden, knappen Abriß über die allgemeine wissenschaftliche Diskussion bezüglich der Geld- und Währungsordnung gibt. Zweitens stellt der Autor nicht nur die verschiedenen Ansätze moderner Institutionenökonomie vor und unterzieht sie einer kritischen Analyse, sondern versucht, sich auch grundsätzlich mit dieser Forschungsrichtung auseinanderzusetzen, und bemüht sich bspw. um eine stärkere Kohärenz zwischen den einzelnen Theorieansätzen. Die Untersuchung dieser beiden Fragestellungen soll dann jedoch drittens in die Beantwortung der eigentlichen Problemstellung einmünden, nämlich in welcher Weise die institutionenökonomischen Ansätze fruchtbar gemacht werden können für geld- und währungspolitische Problemstellungen. Diese drei Fragestellungen werden nun jedoch nicht streng nacheinander abgehandelt, sondern in vielfältiger Weise miteinander verschränkt, was auf der einen Seite den inhaltlichen Argumentationsgang dieser Arbeit kompliziert macht, andererseits aber zu einer Fülle von hochinteressanten Einsichten, Querverbindungen und Anregungen führt.

Im ersten ca. 120 Seiten umfassenden Teil über die „Geld- und Währungsordnung in der Bundesrepublik Deutschland als ‚Institution‘“ zeichnet der Autor zunächst zum einen die Diskussion um die ökonomische Erklärung der Existenz von Geld nach, wobei er hierbei auf die Einbeziehung des Transaktionskostenarguments hinweist, und zum anderen die Auseinandersetzung um die Frage „staatliches Geldmonopol versus private Währungskonkurrenz“ als institutionelle Alternativen. Dieser allgemeinen theoretischen Diskussion schließt sich dann eine ausführliche Analyse der vor allem institutionell bedingten Verhaltensspielräume der Deutschen Bundesbank an, wobei die Problematik der Unabhängigkeit der Zentralnotenbank als zentrale heuristische Leitfrage verwendet wird. Der Autor untersucht dabei aber nicht nur die rechtliche Stellung der Deutschen Bundesbank, sondern – unter Heranziehung einer Fülle von theoretischer und empirischer Literatur – auch die anderen Beschränkungen des Verhaltensspielraums von Zentralnotenbanken, die sich sowohl aus der Einbindung in internationale Vereinbarungen als auch der Debatte um geldpolitische Strategien einschließlich der „Rules-vs-Discretion-Kontroverse“ ableiten lassen. Hierbei ist insbesondere auf die Sorgfalt und Abgewogenheit hinzuweisen, mit der der Autor diese vielfältigen Probleme behandelt.

Für den zweiten Teil und den abschließenden dritten Teil der Arbeit (insgesamt ca. 170 S.) wechselt der Autor die Perspektive. Nun werden nacheinander die verschiedenen institutionenökonomischen Ansätze vorgestellt und jeweils versucht, herauszuarbeiten, wie sie auf geld- und währungspolitische Fragestellungen, und dabei insbesondere auf das Problem des Zentralbankverhaltens, angewendet

werden können. Im zweiten Teil stehen sogenannte „traditionelle“ institutionenökonomische Ansätze im Vordergrund. Nach einer Diskussion der – schon immer institutionenökonomisch angelegten – deutschen Ordnungstheorie und ihren Erneuerungsversuchen („Neue Ordnungstheorie“) wendet sich der Autor verschiedenen Zweigen der „Neuen Politischen Ökonomie“ zu, wobei er nacheinander die „Ökonomische Theorie der Demokratie“, die „Ökonomische Theorie der Gruppen und Verbände“ sowie die „Ökonomische Theorie der Bürokratie“ behandelt. Von besonderem Interesse sind dabei die Folgerungen, die sich aus der Bürokratietheorie für das Zentralbankverhalten ableiten lassen, sowie die Diskussion der Versuche, gerade auch durch eine Kombination dieser verschiedenen Ansätze eine politische Ökonomie der Inflation zu entwickeln. Die sich daran anschließende Beurteilung der hier analysierten Ansätze greift dann jedoch bereits in die Diskussion der im dritten Teil untersuchten Ansätze der „Neuen Institutionenökonomie“ über. In gleicher Weise wie im zweiten Teil werden hier nacheinander der „Property-Rights-Ansatz“ (einschließlich der Idee transaktionskostenminimierender Institutionen), die „Theorie des relationalen Vertrages“ (Williamson), der „Principal-Agent-Ansatz“, der Ansatz der „New Economic History“ von North sowie die „Evolutorische Ökonomik“ vorgestellt und in einem eigenen kurzen Abschnitt auf geld- und währungspolitische Probleme sowie das Verhalten der Zentralbank anzuwenden versucht. Diese Anwendungsbeispiele bleiben allerdings etwas kursorisch und sind nicht immer überzeugend. Insgesamt aber gelingt es dem Autor in diesen beiden Teilen, die modernen institutionenökonomischen Ansätze in Grundzügen überzeugend darzustellen und meist konkrete Anwendungsmöglichkeiten für den Bereich der Geld- und Währungsordnung aufzuzeigen.

Was dem Autor jedoch nach Meinung des Rezensenten nur zum Teil gelungen ist, sind die Versuche, noch über die obigen Fragestellungen hinaus grundsätzliche Fragen der modernen Institutionenökonomie zu behandeln, insbesondere bezüglich ihres Verhältnisses zur Neoklassik. Hierzu hätte es allerdings einer spezifischeren Analyse der institutionenökonomischen Ansätze bedurft, ausgehend auch von der Frage nach der theoretischen Alternative zur Neoklassik. Durch eine solche Analyse, die jedoch innerhalb dieser Arbeit auch gar nicht zu leisten gewesen wäre, wäre es dann aber vermutlich überzeugender gelungen, die These des Autors zu begründen, daß die moderne Institutionenökonomie vor allem als eine Ergänzung zur neoklassischen Theorie angesehen werden kann. Der Autor hätte dann auch einen klareren Zugang zu dem Problem der Erklärung des institutionellen Wandels gewonnen, von dem er zu Recht behauptet, daß die meisten – eben neoklassisch argumentierenden – institutionenökonomischen Ansätze ihn nicht erklären können. Und hierüber wäre es ihm auch gelungen, eine adäquatere Einordnung der Evolutorischen Ökonomik vorzunehmen, die nämlich zunächst einmal nicht als ein institutionenökonomischer Ansatz anzusehen ist, sondern vielmehr als eine zur Neoklassik alternative Analysemethode, mit der es aber vielleicht besser gelingen könnte, das auch vom Autor immer wieder betonte Problem der Erklärung des institutionellen Wandels zu untersuchen.

Der Autor hat sich in dieser Arbeit sehr viel vorgenommen. Wenn es ihm nach Meinung des Rezensenten nicht immer gelungen ist, alles dies zu erfüllen, so liegt das mehr an den Ambitionen des Autors und schmälert auf keinen Fall den Wert seiner Arbeit. Vielmehr handelt es sich hier um eine wichtige Grundlagenarbeit, die sich auf wissenschaftlichem Neuland bewegt. Dem Autor gelingt es nicht nur,

einen breiten, gleichzeitig knappen, sehr gut geschriebenen und informativen Überblick sowohl über die moderne Institutionenökonomie als auch über einen großen Teil der geld- und währungspolitischen Diskussion zu geben, sondern auch vielfältige, wechselseitige Verbindungslinien zwischen diesen beiden – ursprünglich völlig unabhängig verlaufenden – ökonomischen Forschungsrichtungen aufzuzeigen und damit die prinzipielle Fruchtbarkeit der Verwendung institutionenökonomischer Ansätze für geld- und währungspolitische Probleme überzeugend deutlich zu machen. Sicherlich ist der Weg zu einer „Synthese von makro-, polit- und institutionenökonomischen Ansätzen“ noch weit, aber es sind Arbeiten wie diese, die uns auf diesem Weg voranbringen.

Wolfgang Kerber, Bochum

Bernd Rudolph (Hrsg.): *Derivative Finanzinstrumente*, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 1995, 305 S.

Derivative Finanzinstrumente oder kurz Derivate sind Finanztitel, deren Wert ganz allgemein von bestimmten Referenzgrößen abhängt. Häufig verwendete Referenzgrößen sind die Marktpreise originärer Finanzinstrumente, wie z.B. Aktien, Renten, Devisen oder Commodities, aber auch Indizes, die den aggregierten Preis eines Wertpapierportfolios widerspiegeln. Im Vergleich zu originären Finanzinstrumenten erfordern Derivate meist nur einen geringen Kapitaleinsatz. Darüber hinaus lassen sie sich auf ganz bestimmte Markterwartungen maßschneidern. Dies macht sie zu einem rationellen und effektiven Instrument, um Marktpreisrisiken abzusichern oder zu übernehmen.

Derivate bergen keine neuen Risiken. Wie originäre Finanztitel beinhalten sie vor allem Markt-, Bonitäts- und Liquiditätsrisiken. Diese Risiken sind in den häufig komplizierten Konstruktionen allerdings schwierig zu erkennen, zu bewerten und damit auch zu kontrollieren. Mit der zunehmenden Komplexität von derivativen Finanzinstrumenten hält der Kenntnisstand der meisten Marktteilnehmer nicht Schritt. Das vorliegende Buch macht es sich deshalb zur Aufgabe, dem Leser anhand von Beiträgen aus der Bankwissenschaft und Bankpraxis einen umfassenden Überblick über die Wirkungsweise der neuen Finanzinstrumente, über ihre Funktionen, ihre Einsatzmöglichkeiten in der Praxis sowie über Entwicklungstendenzen im Risikomanagement, im Rechnungswesen und in der Regulierung zu geben.

Die Beiträge des Buchs sind im wesentlichen aus Vorträgen und Diskussionen hervorgegangen, die im Rahmen von Handelsblatt-Tagungen über das Risikomanagement mit Derivaten gehalten wurden. Die Inhalte überlappen sich zum Teil. Dies macht es schwierig, die einzelnen Aufsätze eindeutig einzelnen Themenschwerpunkten zuzuordnen. Infolgedessen gliedert sich das Buch neben einem einführenden Kapitel nur grob in zwei Teile. Der erste Teil beschreibt die Anwendungen, Weiterentwicklungen und Bewertung derivativer Finanztitel. Der zweite Teil befaßt sich mit Rahmenbedingungen, Marktstrategien, Risikomanagement und Regulierung.

In seinem einführenden Beitrag gibt *Bernd Rudolph* als Herausgeber zunächst einen grundlegenden Überblick über derivative Finanztitel. Er erörtert die in der Praxis am häufigsten verwendeten Instrumente, wie Termingeschäfte, Futures,

Optionen und Swaps sowie deren Anwendungsmöglichkeiten. Im Anschluß daran stellt er den positiven Eigenschaften von Finanzderivaten ihre einzel- und gesamtwirtschaftlichen Risiken gegenüber. Schließlich geht er darauf ein, welche qualitativen und organisatorischen Anforderungen an ein effizientes Risikomanagement zu stellen sind. Der Aufsatz von Rudolph legt das Fundament für die nachfolgenden Beiträge. Er gibt einen Ausblick auf die Themen, die im folgenden aus unterschiedlichen Blickwinkeln beleuchtet und vertieft werden.

Ausgehend von den drei Basismotiven für den Einsatz von Optionen und Futures, Hedging, Spekulation und Arbitrage, stellt *Klaus Schäfer* zunächst die Basisstrategien mit Derivaten dar. Danach erläutert er die grundlegenden Bewertungszusammenhänge von Futures und Optionen, den Cost-of-Carry-Bewertungsansatz, das Binomialmodell und die Black/Scholes-Formel. Zuletzt rekapituliert er wichtige empirische Erkenntnisse zu den preistheoretischen Zusammenhängen von Kassa- und Terminmarktinstrumenten.

Paul Scharpf und *Joachim K. Epperlein* behandeln in ihrem Beitrag Fragen der Rechnungslegung und der internen Kontrolle von derivativen Finanzinstrumenten. Wegen der besonderen Bedeutung des Prinzips der Einzelbewertung für die Bilanzierung von Derivaten gehen beide Autoren zunächst ausführlich auf die Kriterien ein, die für die Bildung von Bewertungseinheiten erfüllt sein müssen. Im Anschluß daran erläutern sie die Bilanzierung und Bewertung von Swaps, Optionen, Zinsbegrenzungsvereinbarungen, Futures und Forward Rate Agreements sowohl isoliert als auch bei Vorliegen von Bewertungseinheiten. Zum Abschluß machen sie deutlich, daß ein effizientes Risikomanagement und die Einhaltung des Prinzips der Funktionstrennung zwischen vollziehenden (Handel), verwaltenden (Abwicklung) und buchenden Funktionen (Rechnungswesen) sowie ausreichende interne Kontrollen zwingend erforderlich sind, um die mit derivativen Instrumenten verbundenen Risiken kalkulierbar und beherrschbar zu machen.

Andreas Höfner und *Matthias Klein* beschreiben, wie Zins- und Währungsderivate in der Praxis vor allem bei Industrieunternehmen eingesetzt werden und welche Entwicklungstendenzen dabei zu beobachten sind. Zwei dieser Entwicklungstendenzen stellen sie besonders heraus: Produktinnovationen und Prozeßinnovationen. Unter den Begriff Produktinnovationen subsumieren die beiden Autoren den Generationenwechsel von Plain-vanilla-Derivaten hin zu exotischen Derivaten, wie z.B. Barrier-, Compound- oder auch Average-Rate-Optionen. Mit dem Begriff Prozeßinnovationen beschreiben sie den Wandel von der Risikoanalyse einzelner Instrumente hin zu einer Betrachtung des Gesamtrisikos des Portfolios.

Die Identifizierung und das Management von Zinsrisiken im Finanzbereich von Unternehmen, Versicherungen und der öffentlichen Hand ist Gegenstand des Beitrags von *Hans-Peter Preyer* und *Ludwig Reinhardt*. Sie unterscheiden zwischen dem traditionellen und dem aktiven Zinsmanagement. Das traditionelle Zinsmanagement ist gekennzeichnet durch die Optimierung einzelner Geschäftsabschlüsse, eine enge Verknüpfung von Liquiditäts- und Zinsbindung, eine statische Zeitpunktbetrachtung und eine Orientierung am Buchwert der Zinspositionen. Demgegenüber werden beim aktiven Zinsmanagement bei neuen Geschäftsabschlüssen auch die Auswirkungen auf die Zinsänderungsrisiken der bereits im Portfolio befindlichen Positionen berücksichtigt. An die Stelle der Buchwertbe-

trachtung tritt zudem eine Marktwertbetrachtung, d.h., alle Positionen werden laufend zu Marktpreisen bewertet.

Nach Schäfer (erste Generation) und Klein/Höfner (zweite Generation) stellt *Stefan Winter* in seinem Aufsatz derivative Finanzinstrumente der dritten Generation vor. Er zeigt ihre Einsatzmöglichkeiten im Währungs-, im Zins-, im Aktien- und im Kreditmanagement auf und beleuchtet ihre jeweiligen Vor- und Nachteile aus Sicht eines Industrieunternehmens. Winter betont, daß Derivate der dritten Generation jede denkbare Markterwartung umsetzen können und dadurch zu einer erheblichen Reduzierung der Absicherungskosten im Vergleich zu traditionellen Instrumenten beitragen.

Der Beitrag von *Peter Bürger* widmet sich dem Risikocontrolling im derivaten OTC-Geschäft. Risikocontrolling beinhaltet die Identifikation aller Risiken aus Derivaten, die adäquate und zeitnahe Messung der Risiken, die Gestaltung von Limit-Strukturen und deren Überwachung im Tagesgeschäft sowie die Bereitstellung relevanter Informationen für das Management. Ziel des Risikocontrollings ist es, die Risikoposition zu optimieren und nicht zu vermeiden. Zu hohe Risiken führen zur Verlust- bzw. Insolvenzgefahr, zu geringe Risiken zu Wettbewerbsnachteilen. Die Risiken aus OTC-Finanzderivaten umfassen das Marktrisiko, das Bonitätsrisiko, das Liquiditätsrisiko und sonstige Risiken. Risikosteuerung findet über Marktrisikolimits und nicht mehr über Handelsvolumenslimits statt. Das Value-at-Risk-Konzept hat sich zur Messung von Marktrisiken im Derivatebereich durchgesetzt. Es bietet den Vorteil, Portfolios aus unterschiedlichen Basisinstrumenten untereinander vergleichbar zu machen. Bezogen auf die Rendite des Portfolios (RORAC) spielt es bei der Vergabe von Handelslimits eine entscheidende Rolle.

Mit dem Wettbewerb unter den Terminbörsen beschäftigt sich der Beitrag von *Jörg Franke*. Der Autor macht deutlich, daß nach der Vereinigung der Frankfurter Wertpapierbörse und der DTB die Deutsche Börse AG in ihrer strategischen Ausrichtung nicht mehr zwischen Kassamarktprodukten und denen des Terminmarktes unterscheidet. Dies zeigt sich in der Einrichtung sogenannter Geschäftsfelder, die sich nach Produkten bzw. Dienstleistungen voneinander unterscheiden. Dienstleistungen für Handel, Abwicklung und Informationen für insbesondere international nachgefragte und gehandelte Aktien, Anleihen und Derivate gehören zu dem Geschäftsfeld „Benchmark-Products“. Hier zeichnet sich nach Ansicht von Franke ein Oligopolwettbewerb unter den großen europäischen Kassa- und Terminbörsen ab, der mit der Einführung der europäischen Währungsunion noch zunehmen wird. Um in diesem Wettbewerb zu bestehen, will die Deutsche Börse AG eine Reihe von Maßnahmen ergreifen. Dazu gehören die Nutzung des elektronischen Handelssystems zu einer weiteren Internationalisierung des Termin- und des Kassamarktes, die Erleichterung der Zugangsbedingungen zum DTB-Clearing-System, die Ausdehnung der Handelszeiten, die Schaffung einheitlicher Handels- und Abwicklungsplattformen für europäische Benchmark-Aktien und -Derivate sowie die Erweiterung der Produktpalette, z.B. um Auslandswerte als Basisobjekt für DTB-Optionen, um Devisen-Futures und -Optionen sowie um Flex-Optionen und Langfrist-Optionen als Konkurrenzprodukt zum OTC-Markt.

Der geringe Kapitaleinsatz und die dadurch bedingte hohe Hebelwirkung von Finanzderivaten ermöglichen nicht nur die Übernahme hoher Risikopotentiale,

sondern begünstigen auch die Risikoneigung mancher Marktteilnehmer. Dies haben die spektakulären Verluste im Derivate-Geschäft in den letzten Jahren eindrucksvoll unterstrichen. *Hans Georg Fabritius* sieht deshalb zwingenden Handlungsbedarf sowohl bei den Marktteilnehmern selbst als auch bei der Bankenaufsicht. Erforderlich sind qualitative Mindestanforderungen an das Risikomanagement, wie z.B. die tägliche Ermittlung der offenen Positionen (marked-to-market) und der daraus resultierenden potentiellen Verlustbeträge (value-at-risk), die Simulation von Streß-Szenarien, die Formulierung bankinterner Limite für Kreditrisiken gegenüber einem einzelnen Geschäftspartner sowie die strikte Einhaltung der Funktionstrennung zwischen Handel, Abwicklung und Kontrolle. Notwendig ist zudem eine angemessene Eigenkapitalunterlegung der Kredit- und Marktrisiken des Handelsbuchs. Schließlich muß auch eine ausreichende Transparenz geschaffen werden, die für Außenstehende die Derivateaktivitäten einzelner Marktteilnehmer erkennbar macht.

Wolfgang F. Walther stellt in seinem Beitrag noch einmal heraus, daß eine Portfoliobetrachtung für das Risikomanagement einer Bank unabdingbar ist. Das Risikomanagement muß sich ganz oder teilweise kompensierende Risiken aus derivativen und traditionellen Instrumenten erkennen können. Ansonsten werden potentielle Diversifikationseffekte vernachlässigt, was zu einem Wettbewerbsnachteil führen kann. Walther betont, daß die Leitlinien des Risikomanagements, wie rechtliche Aspekte, die administrative Abwicklung, die Zuordnung von Verantwortlichkeiten, Handelslimite und die Überwachungsinstrumentarien bereits vor dem Einsatz derivativer Instrumente ausführlich dokumentiert sein müssen. Nur dann ist sichergestellt, daß sie für die unmittelbar am Geschäft Beteiligten transparent und nachvollziehbar sind.

Insgesamt bietet das vorliegende Buch einen umfassenden Überblick über derivative Finanzinstrumente. Es vermittelt sowohl die grundlegenden theoretischen Kenntnisse über die Bewertungszusammenhänge zwischen Kassa- und Terminmarkttitlen als auch weitreichende praktische Einblicke in die Wirkungsweise, die Einsatzfelder und die Entwicklungstendenzen der neuen Instrumente. Besonders hervorzuheben sind die zahlreichen und wertvollen Hinweise zur Implementierung eines leistungsfähigen Risikocontrolling. In diesem Zusammenhang werden auch die wichtigsten Bilanzierungs- und Regulierungsrichtlinien für Finanzderivate aufgezeigt. Aufgrund seiner anwendungsorientierten Darstellung und seiner Vielseitigkeit ist das Buch jedem Praktiker zu empfehlen, der sich für Finanzderivate interessiert.

Thomas Ebertz, Andernach