Betriebswirtschaftliche Schriften

Heft 162

Banken, Finanzierung und Unternehmensführung

Festschrift für Karl Lohmann zum 65. Geburtstag

Herausgegeben von

Thomas Burkhardt, Jan Körnert und Ursula Walther



Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Thomas Burkhardt, Jan Körnert
und Ursula Walther (Hrsg.)

Banken, Finanzierung und Unternehmensführung

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Betriebswirtschaftliche Schriften

Heft 162

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



Karl Lohmann

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Banken, Finanzierung und Unternehmensführung

Festschrift für Karl Lohmann
zum 65. Geburtstag

Herausgegeben von

Thomas Burkhardt, Jan Körnert
und Ursula Walther



Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten
© 2004 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fotoprint: Color-Druck Dorfi GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0523-1035
ISBN 3-428-11527-9

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706

Internet: http://www.duncker-humblot.de

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vorwort der Herausgeber

Professor Dr. *Karl Lohmann* feierte am 31. August 2004 seinen 65. Geburtstag. Dies war für uns – Beitragende wie Herausgeber – ein willkommener Anlaß, ihm die vorliegende Festschrift zu widmen, die mit dem Titel „Banken, Finanzierung und Unternehmensführung" thematisch im Zentrum seines wissenschaftlichen Interesses und Werkes steht. Dreiundzwanzig Beiträge beleuchten grundlegende und aktuelle Facetten dieses Themenspektrums. Die inhaltliche und methodische Vielfalt der Beiträge reflektiert die breiten Interessen unseres Jubilars.

Karl Lohmann studierte zunächst Mathematik, Physik und Philosophie in Berlin und Göttingen. Als junger Diplom-Physiker wandte er sich Fragen aus dem Bereich der Strömungsforschung bei der Aerodynamischen Versuchsanstalt in Göttingen zu, bevor er von *Hans-Dieter Deppe* für die bank- und finanzwirtschaftliche Forschung und Lehre gewonnen werden konnte. Fortan war er am Institut für Bankbetriebslehre und Unternehmungsfinanzierung, dem späteren Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft, sowie am Seminar für Betriebswirtschaftslehre der Universität Göttingen tätig. Dort erfolgten Promotion und Habilitation in Betriebswirtschaftslehre mit Arbeiten zur bankbetrieblichen Optimierung mit nichtlinearen Modellen und zur Bewertung von Zahlungs- und Haftungsleistungen. Nach der Wiedervereinigung Deutschlands etablierte er die Fächer Investition, Finanzierung und Bankbetriebslehre an der renommierten, 1765 gegründeten Technischen Universität Bergakademie Freiberg in Sachsen – eine gerade auch für uns, seine Schüler, besonders fruchtbare Zeit. Mit *Karl Lohmann* zu arbeiten bedeutet Vergnügen, Anregung und Ansporn. Mit der ihm eigenen bescheidenen Zurückhaltung hat er uns vielfältige, oft entscheidende Impulse verliehen – als Forscher, als Lehrer und als Freund.

Dem Grundgedanken der Festschrift folgend, haben wir den Kreis der Beitragenden auf Schüler, Weggefährten und *Karl Lohmann* im wissenschaftlichen Austausch besonders verbundene Kollegen und Mitarbeiter beschränkt und diese eingeladen, ein selbst gewähltes Thema aus der jeweils eigenen aktuellen Forschung oder praktischen Erfahrung heraus wissenschaftlich fundiert abzuhandeln. Siebenunddreißig Autoren – Wissenschaftler und Praktiker – haben sich mit Freude und Enthusiasmus dieser Aufgabe gestellt. Wir verfolgen damit das Ziel, ein weites und interessantes Spektrum von Fragestellungen und Lösungsansätzen vorzustellen. Der Grund hierfür ist einfach wie plausibel: Betrachtet man die historische Entwicklung der Finanzdienstleister und der finan-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ziellen Märkte, insbesondere seit der Gründung der Bundesrepublik, so scheint zu jeder Zeit bei den zeitgenössischen Autoren die Meinung zu herrschen, daß sich Finanzdienstleister und finanzielle Märkte in einem tiefgreifenden Wandel befinden. Nichts ist offenbar beständiger als der Wandel selbst, charakterisiert durch viele Facetten und immer neue Fragestellungen. Dabei findet jede Zeit die ihr eigenen Akzentuierungen. Modisch-aktuelle Themen, gerade noch im Vordergrund, werden verdrängt von wiederum neuen Themen – oder auch von altbekannten Fragen, die nur vorübergehend etwas in den Hintergrund getreten waren. Die Wahrnehmung unternehmerischer Aufgaben und die Lösung betriebswirtschaftlicher Probleme sind hier durch *Gutenbergs* Ausgleichsgesetz der Planung bestimmt. Gleichwohl muß eine Unternehmensführung, will sie erfolgreich sein, das Ganze überschauen, die Interdependenzen verstehen, neue Impulse in allen Bereichen frühzeitig aufgreifen und diese gegebenenfalls kreativ in die Praxis umsetzen. *Karl Lohmann* hat sich in seiner wissenschaftlichen Themenwahl nicht auf bestimmte Bereiche oder Perspektiven beschränkt. Die planerische Gesamtschau, aber auch das spezifische Detail fanden sein Interesse. Die branchenspezifische und funktionsübergreifende Bankbetriebslehre faszinierte ihn ebenso wie die allgemeine Unternehmensfinanzierung. Als Physiker und Mathematiker neigte er zwar eher der Modellierung zu, erkannte aber dennoch klar die Bedeutung und den Wert nicht-formalisierbarer Konzepte.

Als Herausgeber haben wir bewußt keine über die Stichworte des Titels und die Themenschwerpunkte *Karl Lohmanns* hinausgehende inhaltliche Gliederung vorgegeben. Ohne einschränkendes geistiges Korsett, ganz im Sinne *Karl Lohmanns*, sollte jeder Autor und jede Autorengruppe aus der aktuellen Forschung und Erfahrung heraus ein Thema frei gestalten und damit Impulse setzen. Das Ergebnis spiegelt die für finanzwirtschaftliche Fragen typische Mischung aus Aktualität und Kontinuität wider, wobei sich einige Schwerpunkte deutlich abzeichnen. Jeder Beitrag ist für sich selbst und ohne Bezug zu anderen Beiträgen verständlich – gleichwohl sind die wechselseitigen Bezüge vielfältig und fruchtbar; sie sprengen gewöhnliche Gliederungsschemata. Folglich haben wir die Beiträge der Festschrift alphabetisch nach Autoren geordnet. In einem kurzen Überblick zeigen wir einige Bezüge zwischen den Beiträgen auf, die wir hier nur kurz durch ihre Autoren und einige Stichwörter beschreiben.

Zentral in der Finanzwirtschaft und von großer Relevanz sind Fragestellungen zur Bewertung und zum Risikomanagement. Eine ganze Reihe von Beiträgen greift Aspekte dieser beiden Themenkomplexe auf. So finden wir neben grundsätzlichen Überlegungen zur Bewertungstheorie von Prof. Dr. *Thomas Hering* (Quo vadis Bewertungstheorie) die Bewertung spezieller Finanzdienstleister bei Prof. Dr. *Detlev Hummel* und Dipl.-Kfm. *Bert Helwing* (Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften) als auch bei Prof. Dr. *Manfred Jürgen Matschke* und Dipl.-Kffr. *Cirsten Witt* (Entscheidungswertermittlung) sowie bei Prof. Dr. *Bernhard Schwetzler* (Bankbewertung und Bankcontrolling). Die Be-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wertung von Finanzinstrumenten aus bilanzorientierter Sicht greift Prof. Dr. *Silvia Rogler* (Fair Value-Bewertung nach IAS/IFRS) auf. Die Beiträge zum Risikomanagement spiegeln zum einen die derzeit besonders intensiv diskutierten Kategorien der Kreditrisiken und der operationellen Risiken wider. Diesem Fragenkomplex widmen sich Prof. Dr. *Stefan Huschens* (Korrelationen in Kreditrisikomodellen), Prof. Dr. *Hermann Locarek-Junge* und Dipl.-Kfm. *Lars Hengmith* (Quantifizierung operationellen Risikos) sowie Prof. Dr. *Hermann Meyer zu Selhausen* (Modellrisiko der Kreditportfoliorisikomodelle). Zum anderen sind auch Fragestellungen zu Derivaten und zur Anlageentscheidung unverändert relevant. Diese bearbeiten Prof. Dr. *Marco Wilkens*, Dipl.-Math. *Oliver Entrop* und Dipl.-Math. *Rainer Baule* (Risikoprämien in Optionspreisen), Prof. Dr. *Thomas Burkhardt* (Cost-Averaging als Anlagestrategie), Prof. Dr. *Bernd Hofmann*, Juniorprof. Dr. *Matthias Richter*, Prof. Dr. *Friedrich Thießen* und Prof. Dr. *Ralf Wunderlich* (Cost-Averaging in der Anlageberatung).

Vertreten sind zwei weitere wichtige Themen zur Steuerung und Finanzierung von Unternehmen, nämlich die Beschäftigung mit Finanzkennzahlen, Dr. *Friedrich Janssen* (Unternehmensführung mit Finanzkennzahlen), sowie die Beschaffung finanzieller Mittel: Prof. Dr. *Egon Franck* und Dr. *Carola Jungwirth* (Selektionsstrategien im Venture Capital-Geschäft) sowie Dr. *Cornelia Wolf* (Leistungen und Finanzierung von Studentenwerken).

Aktuelle und konzeptionelle Fragestellungen greifen verschiedene Beiträge auf. Mit der Anpassung von Vertriebswegen und des Marketings auf veränderte Rahmenbedingungen haben sich mehrere Beitragende befaßt: Prof. Dr. *Margit Enke* und Dipl.-Kfm. *Martin Reimann* (Marketing und Finanzierung), Dr. *Peter Reus* und Prof. Dr. *Wolfgang Benner* (Leistungserstellung in Retail Banking-Netzwerken), Prof. Dr. *Gerhard Ring* (Finanzdienstleistungen im Fernabsatzrecht), Dipl.-Wirt.-Ing. Dipl.-Kfm. *Robert Straßner* und Dipl.-Kffr. *Marén Holdschick* (Allfinanz durch Kooperation) sowie Juniorprof. Dr. *Ursula Walther* (Finanzberatung). Die wissenschaftliche Begleitung des Wandels benötigt tragfähige begriffliche und konzeptionelle Fundamente. Solche Fundamente zu legen, machen sich die Arbeiten von Dr. *Gerrit Brösel*, Prof. Dr. *Rolf Dintner* und PD Dr. *Frank Keuper* (Unternehmensführung bei Sach- und Finanzdienstleistungsunternehmen) sowie von Prof. Dr. *Jan Körnert* (Managementansatz Deppes als Basis der Unternehmensführung) zur Aufgabe. Einen empirischen Ansatz zur Beleuchtung einer Grundsatzfrage verfolgt PD Dr. *Olaf Ehrhardt* (Strategische Investitionen und Vergütungsanreize). Zukunftweisende volkswirtschaftliche Perspektiven zeigt Prof. Dr. *Peter Rühmann* (Makromärkte) in seinem Beitrag.

Wir freuen uns, an dieser Stelle all jenen danken zu können, die diese Festschrift ermöglicht haben. Unser besonderer Dank gehört allen Autoren für ihre geleisteten Beiträge und für ihre darin zum Ausdruck kommende Verbundenheit mit unserem Jubilar *Karl Lohmann*.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bei der Organisation, der Bearbeitung und der Erstellung der Endfassung haben wir entscheidende Unterstützung nicht nur durch unsere Sekretärinnen *Ina Klemmer* und *Marlene Göbel*, sondern vor allem auch durch unsere Mitarbeiter erhalten. Hier danken wir besonders den Greifswalder Mitarbeitern *Dirk Baudisch*, Dipl.-Kffr. *Marén Holdschick*, *Tatjana Simonova*, *Franziska Staudte* und Dipl.-Wirt.-Ing. Dipl.-Kfm. *Robert Straßner*, die alle am Lehrstuhl Körnert beschäftigt sind und die in hervorragender Weise die oft schwierige Formatierung erfolgreich gemeistert haben. Verleger Prof. Dr. jur. h. c. *Norbert Simon* hat unser Vorhaben jederzeit entgegenkommend gefördert und das Projekt zusammen mit Verlagsdirektorin *Ingrid Bührig* und *Regine Schädlich* vortrefflich begleitet und unterstützt. Die E.ON Ruhrgas AG hat mit ihrer Zuwendung darüber hinaus zur vorliegenden Ausstattung unserer Festschrift beigetragen. Ihnen allen danken wir für die sehr gute Zusammenarbeit.

An erster Stelle aber danken wir *Karl Lohmann*. Als unserem akademischen Lehrer verdanken wir ihm unschätzbare fachliche wie persönliche Anregungen und Unterstützungen. Sein Vorbild an gedanklicher Klarheit, umfassendem wissenschaftlichem Verständnis, sein Blick für das Wesentliche und Innovative hat uns die Richtung gewiesen. Seine offene, freundliche, stets für neue Ideen aufgeschlossene Art, seine Toleranz und sein Verständnis haben um ihn eine positive, prägende Arbeitsatmosphäre geschaffen, in der wir unsere Assistentenzeit verbringen durften und um die wir uns heute und in Zukunft gleichermaßen bemühen. *Karl Lohmann* war in unserem Leben oft das „Zünglein an der Waage" und hat damit den entscheidenden Unterschied ausgemacht. Als Mensch, Freund und Kollege haben wir ihm mehr zu danken, als Worte sagen können. Wir wünschen ihm, und das im Namen aller seiner Freunde und Kollegen, für die Zukunft alles erdenklich Gute, vor allem Gesundheit, und wir hoffen, noch viele runde Geburtstage mit ihm feiern zu können.

Koblenz / Greifswald / Freiberg im August 2004

Thomas Burkhardt
Jan Körnert
Ursula Walther

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Inhaltsverzeichnis

Gerrit Brösel, Rolf Dintner und Frank Keuper
Quo vadis Unternehmensführung? Über die nicht vorhandene Dichotomie von Sach- und Dienstleistungsunternehmen 11

Thomas Burkhardt
Cost-Averaging als Anlagestrategie 29

Olaf Ehrhardt
Tobins Q, strategische Investitionen und Vergütungsanreize: Eine empirische Analyse US-gelisteter Halbleiterunternehmen 49

Margit Enke und Martin Reimann
„Marketing und Finanzierung" – Zwei Seiten einer Medaille 65

Egon Franck und Carola Jungwirth
Selektionsstrategien im Venture Capital-Geschäft 87

Thomas Hering
Quo vadis Bewertungstheorie? 105

Bernd Hofmann, Matthias Richter, Friedrich Thießen und Ralf Wunderlich
Der Cost Average-Effekt in der Anlageberatung – Einsatzmöglichkeiten und Grenzen sowie deren mathematische Hintergründe 123

Detlev Hummel und Bert Helwing
Institutionenökonomische Modellierung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften – ein empirischer Bewertungsansatz für den deutschen Markt 155

Stefan Huschens
Dreizehn Korrelationen in Kreditrisikomodellen 177

Friedrich Janssen
Unternehmensführung mit Finanzkennzahlen 189

Jan Körnert
Der Managementansatz Deppes als konzeptionelle Basis einer zielgerichteten Unternehmensführung in Kreditinstituten 207

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hermann Locarek-Junge und Lars Hengmith
Quantifizierung des operationellen Risikos – die Quadratur des Kreises? 233

Manfred Jürgen Matschke und Cirsten Witt
Entscheidungswertermittlung bei der Vereinigung
öffentlich-rechtlicher Sparkassen 249

Hermann Meyer zu Selhausen
Das Modellrisiko der Kreditportfoliorisikomodelle – Konzeptionalisierung
und Ursachen 273

Peter Reus und Wolfgang Benner
„Industriealisierte" Leistungserstellung in Retail Banking-Netzwerken 297

Gerhard Ring
Neue Entwicklungen im Fernabsatzrecht: Erstreckung auf
Finanzdienstleistungen 321

Silvia Rogler
Diskussion der Fair Value-Bewertung nach IAS/IFRS und ihre Bedeutung
für die Unternehmenspolitik von Finanzdienstleistungsunternehmen 349

Peter Rühmann
Makromärkte als Instrument der Absicherung gesamtwirtschaftlicher Risiken 379

Bernhard Schwetzler
Bankbewertung und Bankcontrolling 391

Robert Straßner und Marén Holdschick
Allfinanz durch Kooperation von Finanzintermediären 413

Ursula Walther
Qualitätsdimensionen der Finanzberatung 441

Marco Wilkens, Rainer Baule und Oliver Entrop
Risikoprämien in Optionspreisen – Reale und risikoneutrale Welten
und die Beurteilung von Derivaten 471

Cornelia Wolf
Leistungen und Finanzierung deutscher Studentenwerke 501

Autorenverzeichnis 513
Programm und Teilnehmer des Symposiums 520
Stichwortverzeichnis 523

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Quo vadis Unternehmensführung? Über die nicht vorhandene Dichotomie von Sach- und Dienstleistungsunternehmen

Von Gerrit Brösel, Rolf Dintner und Frank Keuper

A. Unternehmensführung – eine Frage von Sach- oder Dienstleistungsproduktion?

Der Jubilar, dem diese Festschrift gewidmet ist, hat sich in zahlreichen Beiträgen intensiv mit Fragen der „Unternehmensführung in Finanzdienstleistern" – und hier hauptsächlich mit liquiditätsmäßig-finanziellen Fragestellungen – auseinandergesetzt.[1] Seit einigen Jahren befaßt sich *Karl Lohmann* schließlich vornehmlich mit den branchenspezifischen Auswirkungen, die sich insbesondere durch die technologischen Veränderungen im Umsystem der Finanzdienstleister ergeben.[2] Aufgrund dieser fortschrittlichen Affinität des geschätzten Jubilars steht in diesem Festschriftbeitrag die Frage im Mittelpunkt, ob in Anbetracht der sogenannten Konvergenz der Branchen aus Sicht der normativen und strategischen Unternehmensführung die Festlegung der unternehmerischen Vision und der Unternehmensphilosophie und damit das unternehmerische Selbstverständnis, welches fundamental für die Ausgestaltung von Unternehmensgesamt-, Wettbewerbs- und Funktionalstrategien verantwortlich ist, (noch) durch den Charakter der zu erbringenden Leistung determiniert wird. Es soll also analysiert werden, ob vor dem Hintergrund der zu verzeichnenden Veränderungen im Umsystem der (Finanz-)Dienstleistungs- und auch der Sachleistungsunternehmen derzeit und vor allem in der Zukunft noch von *der* Unternehmensführung in (Finanz-)Dienstleistungsunternehmen sowie von *der* Unternehmensführung in Sachleistungsunternehmen gesprochen werden kann.

Märkte (also die Umwelt von Unternehmen) können allgemein (wie auch Unternehmen selbst) als *Systeme* bezeichnet werden. Vor dem Hintergrund, daß sich Komplexität – vereinfacht betrachtet – in der Anzahl und Vielfalt der Elemente und Relationen ausdrückt, sind Märkte und Unternehmen äußerst kom-

---

[1] Vgl. u. a. *Lohmann* (1970); *Lohmann* (1989); *Lohmann* (2000).

[2] Vgl. *Körnert/Lohmann* (2000); *Lohmann* (2002) u. insbesondere *Burkhardt/Lohmann* (1998a); *Burkhardt/Lohmann* (1998b).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

plexe Systeme. Dabei stellt die Gesamtheit der Märkte das Umsystem für das System „Unternehmen" dar, wobei zwischen Umsystem und System eine beidseitig offene Input-Output-Beziehung existiert. Aufgrund der Relation von Markt und Unternehmen besteht zwischen der Markt- und der Unternehmenskomplexität zwangsläufig ein Komplexitätsgefälle, weil ein Unternehmen lediglich ein Bestandteil des Umsystems „Markt" ist.[3]

Aufgabe der Unternehmensführung ist demnach verallgemeinert, die Festlegung anzustrebender Unternehmenseffektivität und Unternehmenseffizienz und damit das Komplexitätsgefälle so zu handhaben, daß die Anforderungen und Wirkungen der Marktkomplexität sowie ihre Entsprechung in der Unternehmenskomplexität in angemessener Weise aufeinander abgestimmt werden, um so die langfristige Überlebensfähigkeit des Unternehmens zu gewährleisten.[4] Hierdurch werden sowohl die von dem Unternehmen einbezogene Markt- als auch die Unternehmenskomplexität selbst zweck- und zielgerichtet bestimmt und – wie zum Beispiel im Rahmen der Konvergenz – beeinflußt. Zwischen Markt- und Unternehmenskomplexität besteht jedoch kein Über- oder Unterordnungsverhältnis, so daß einer bestimmten durch die Unternehmensführung festgelegten Marktkomplexität beispielsweise durch eine minimale Unternehmenskomplexität zu entsprechen wäre. Hieraus resultiert, daß eine Differenzierung in ein Satisfaktionsziel (angemessene relevante Marktkomplexität) und ein Extremalziel (minimale Unternehmenskomplexität) nicht zulässig ist.[5] Vielmehr sind sowohl die anzustrebende Marktkomplexität als auch die anzustrebende Unternehmenskomplexität als Satisfaktionsziele zu formulieren.

Bei der *Ausgestaltung der Unternehmensführung* geht es somit um die Planung, Steuerung und Kontrolle umwelt- und unternehmensbezogener Variablen im Hinblick auf die Konfiguration einer bestmöglichen Unternehmenskomplexität sowie im Hinblick auf die Auswahl und zum Teil auch auf die Gestaltung einer bestmöglichen Marktkomplexität. Hierdurch wird dem Unternehmenszweck[6] „langfristige Sicherung der Überlebensfähigkeit des Unternehmens" sowie den daraus abgeleiteten Unternehmenszielen[7] „Effektivität" und „Effizienz" bestmöglich Rechnung getragen. Somit hat die Unternehmensführung als psychisches Subsystem die Aufgabe, die Strukturbildung des sozio-ökonomischen Systems „Unternehmen" zu initiieren und damit gleichzeitig den Reaktionsimpuls, also das Unternehmensverhalten, in concreto zu planen, zu steuern und zu kontrollieren. So wird das Unternehmen in die Lage versetzt, Umsystemimpulsen adäquate Regulativa potentiell und situativ entgegenzustellen.

---

[3] Vgl. auch *Zelewski* (1999), S. 53 ff., insbesondere Abbildung A 15 auf S. 67.
[4] Vgl. *Keuper* (2004), S. 1 ff.
[5] Vgl. *Keuper* (2004), S. 3 f.
[6] Vgl. *Hering* (2003), S. 9.
[7] Vgl. *Rollberg* (1996), S. 9; *Keuper* (2001), S. 7 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Unternehmensführung hat damit die Aufgabe, das Produktionsprogramm, das Produktkonzept, den Produktionsprozeß und die Produktionspotentiale zweck- und zielgerichtet strategisch und operativ auszugestalten, um einerseits den Nachfragerpräferenzen unter wettbewerblichen Aspekten zu entsprechen und andererseits gleichzeitig, durch die Konfiguration der vier „P", die Wettbewerbsstruktur zu verändern.[8] Zentral für die operative Ausgestaltung der Planung, Steuerung und Kontrolle der vier „P" ist der Charakter der zu vermarktenden Produkte – *Sachgüter oder Dienstleistungen*. Es stellt sich somit die Frage, ob Dienst- und Sachleistungen vor dem Hintergrund der Veränderungen im Umsystem des sozio-technischen Systems disjunkte Leistungsergebnisse darstellen, welche nicht nur eine unterschiedliche Ausgestaltung des 4-P-Konzeptes, sondern vor allem eine unterschiedliche Unternehmensführung bedingen.

B. Konvergenz – eine branchenübergreifende Entwicklung

Seit geraumer Zeit lösen sich die althergebrachten Strukturen im *Sektor „Finanz- und Versicherungsdienstleistungen"* auf.[9] Während in den USA, England und Frankreich ein Trend zum Universalbankensystem zu verzeichnen ist, wird dies in Deutschland durch spezialisierte Dienstleister in Frage gestellt. Gleichzeitig beteiligen sich europäische Banken verstärkt an Übernahmen in den USA, wohingegen US-Banken versuchen, in das europäische Investitionsgeschäft einzudringen. Auf der einen Seite konzentrieren sich deutsche Großbanken auf die Betreuung solventer Privat- und Firmenkunden, auf der anderen Seite wird das internetbasierte Massengeschäft in Anbetracht der geringen Kosten in der Prozeßabwicklung immer interessanter. Zudem sollen Investitionen in moderne Informations- und Kommunikationstechnologien einen weiteren Zugang zu Bankdienstleistungen erschließen. Sparkassen arbeiten vermehrt zusammen, wie dies die Wertpapier-Service-Bank (WPS) beispielhaft verdeutlicht. Darüber hinaus erhält das Universalbankensystem Konkurrenz von Finanzdienstleistern, welche branchentypische Geschäftsfelder besetzen. Hinzu kommt, daß branchenfremde Anbieter in das klassische Betätigungsfeld von Finanzdienstleistern eintreten und Geschäftsfelder besetzen. So basierte die Geschäftsidee von Paybox, an der die Deutsche Bank zu 50 Prozent beteiligt war, darauf, daß mit Hilfe eines Mobiltelefons Zahlungen abgewickelt werden konnten, um so die Kreditkarte als Zahlungsmittel zu ersetzen beziehungsweise zu ergänzen. Cortal Consors und maxblue[10] verdeutlichen ferner die zunehmende Virtualisierung von Finanz-

[8] Vgl. *Corsten/Friedl* (1999), S. 28 f.

[9] Vgl. *Noller* (2001), S. 18 ff. Vgl. auch die Beiträge von *Körnert, Reus/Benner, Straßner/Holdschick* und *Walther* in diesem Band.

[10] Siehe *Körnert/Wolf* (2000).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dienstleistern. Somit zeichnet sich schließlich seit geraumer Zeit auch der globale Bankensektor durch eine massive *Konvergenz der Märkte*[11] aus.

Zudem ist ein *Trend* dahingehend zu erkennen, daß in Zukunft Primärbanken als lokale Vertriebseinheiten agieren, welche von Kompetenzzentren unterstützt werden, die Finanzprodukte kundenindividuell massenhaft und somit stark differenziert und gleichzeitig kostengünstig als Back-Office-Gesellschaft produzieren können.[12] Hierdurch bleibt den Finanzdienstleistern die Kundennähe erhalten, wobei gleichzeitig „Economies of Stream", „Economies of Savings", Kostendegressionseffekte, „Economies of Speed" und „Economies of Quality" realisierbar sind.[13] Entsprechend wird in diesem Zusammenhang häufig von der Fabrikation von Finanzdienstleistungen gesprochen, was nichts anderes als eine Industrialisierung von Dienstleistungen ist.[14]

Das Phänomen der Konvergenz induziert branchenübergreifende Veränderungen in der Art und Weise der Beschaffung, Leistungserstellung und Vermarktung von Produkten. Unternehmensgesamt- und wettbewerbsstrategisch kann unter *Konvergenz* – losgelöst von der Digitalisierung, welche häufig im Zusammenhang mit dem Begriff „Konvergenz" genannt wird – ein „[...] Prozeß der Interaktion zwischen der Unternehmensumwelt beziehungsweise der Wettbewerbsstruktur und der Unternehmens(gesamt)strategie verstanden werden, welcher zur strukturellen Verbindung bislang getrennter Märkte führt"[15]. Als Paradebeispiel eines konvergierenden Marktes läßt sich die TIME-Branche anführen, welche durch Angebote integrierter Dienstleistungen und Technologien (Systemprodukte) gekennzeichnet ist, wie beispielsweise die Bereitstellung eines Inhalteangebots über den Internet-Zugang eines Multimedia-PCs.[16] Aber auch das Mobiltelefon, welches nicht nur Telefonie-, sondern auch Organizer-Funktionen und eine digitale Kamera beinhaltet, stellt ein geradezu klassisches Systemprodukt einer Konvergenzentwicklung dar. Die zunehmende Verschmelzung des Sachgutes „Automobil" mit Telematikleistungen, die Verbindung von Automobilproduzenten und Finanzdienstleistern zu einer Autobank sowie die zunehmenden Dienstleistungen, welche, wie etwa Mobilitätsgarantien in der Nachkaufphase, den Kunden binden sollen, verdeutlichen die brachenübergreifende Konvergenz.

Vor dem Hintergrund der hohen Marktdynamik bedingt die Komplexität der Systemprodukte einen Anstieg der Kooperations- sowie Merger- und Akquisiti-

---

[11] Vgl. www.konvergenz-management.com.
[12] Vgl. *Keuper/Wierzoch* (2004).
[13] Vgl. *Keuper* (2004), S. 126 ff.
[14] Vgl. *Scheer* (2000), S. 1.
[15] *Thielmann* (2000), S. 9.
[16] Vgl. *Keuper/Hans* (2003a), S. 36 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

onstätigkeiten der betroffenen Unternehmen. Im Ergebnis führt dies zu einer Verschmelzung ehemals weitgehend voneinander getrennter Wertschöpfungsketten und Märkte.[17] Zu beachten ist, daß die Konvergenz der Märkte dabei das Ergebnis dreier gleichzeitig auftretender und sich bedingender Entwicklungen ist:[18]

1. *Technologische Konvergenz*: Die fortschreitende Diffusion der Internet-Technologie und der Digitalisierung in vielfältige Branchen hinein sowie ihre dortige Verankerung ermöglichen eine multimediale Übertragung von Informationen.

2. *Konvergenz der Anbieterseite*: Antizipative ökonomische Rationalität beziehungsweise die potentielle Substituierbarkeit von Leistungskomponenten ermöglichen eine Leistungsbündelung von Funktionalitäten und Komponenten. Insbesondere die zunehmende Bedeutung von Systemprodukten erodiert bestehende Branchengrenzen und stellt starre Kompetenz- und Branchenstrukturen in Frage. Ziel dieser angebotsseitigen Konvergenz, welche wertschöpfungskettenübergreifend vertikal oder horizontal erfolgen kann, ist es, durch Neukombination bisher getrennter Aktivitäten in einer wirtschaftlichen Einheit die potentiellen Synergien für die beteiligten Unternehmen auszuschöpfen. Entsprechend kommt es zu einer Vielzahl vertikaler und horizontaler Kooperationsformen.

3. *Nachfrageseitige Konvergenz*: Es ist eine Integration der Nachfrage verschiedener Bedürfnisgruppen zu beobachten, welche zu einer Eliminierung bestehender Barrieren zwischen den bisher isolierten Bedarfsgruppen führt. Beispielsweise konvergieren beim „Online Banking" die Bedarfsgruppe „Internetnutzer mit Interesse an Wirtschafts- und Finanzfragestellungen" und die Bedarfsgruppe „Kapitalanleger".

Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß die Konvergenz der Märkte als ein spezieller Innovationsprozeß von Branchen zu verstehen ist, welcher sich durch intensive, branchenübergreifende Wettbewerbsverflechtungen auszeichnet. Dabei erodieren zunehmend etablierte Branchengrenzen, wodurch die Lebenszyklen der betroffenen Branchen dramatisch verkürzt werden (Divergenz).[19] Die gegenwärtigen Marktprozesse sind somit durch rasch wechselnde, strukturverändernde *Konvergenz und Divergenz* gekennzeichnet, was dazu führt, daß sich die bestehenden Wertschöpfungsketten und Geschäftsmodelle immer schneller revolutionär und sprunghaft verändern.

---

[17] Vgl. *Keuper/Hans* (2003a), S. 40 ff.; *Keuper/Hans* (2003b), S. 802 ff.; *Keuper/Hans* (2004).

[18] Vgl. *Keuper/Hans* (2003a), S. 42 ff.

[19] Vgl. *Brösel/Keuper* (2004), S. IX.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

C. Mass Customization – eine branchenübergreifende Entwicklung

Die Idee *massenhafter kundenindividueller Finanzgeschäfte*, welche seit Beginn der Finanzwirtschaft existiert, findet im Sachgüterbereich sein Pendant im Konzept der *kundenindividuellen Massenproduktion*, welche auch *Mass Customization* genannt wird.[20]

Grundsätzlich basieren die Ausführungen zur kundenindividuellen Massenfertigung auf dem Gedanken von Toffler, welcher die zunehmende Zersplitterung der Massenmärkte („*Entmassung*") und somit die notwendige Orientierung der Produktherstellung an den heterogenen und hybriden Bedürfnissen des Einzelkunden vorhersagte.[21] Eine weite Verbreitung erlangte die kundenindividuelle Massenproduktion durch die Weiterentwicklungen von Pine[22], welche auch die Basis für die Arbeiten von Piller[23] darstellten. Eine zentrale Erweiterung im Hinblick auf eine simultane Berücksichtigung der strategischen Erfolgsfaktoren „Kosten", „Qualität" und „Zeit" erfährt die kundenindividuelle Massenproduktion in der *kybernetischen Simultaneitätsstrategie*[24], wobei sich die kybernetische Simultaneitätsstrategie – im Gegensatz zur kundenindividuellen Massenproduktion und zu allen anderen Wettbewerbsstrategien – durch einen systemtheoretisch-kybernetisch sowie betriebswirtschaftlich fundierten Handlungsrahmen auszeichnet. Eines haben kundenindividuelle Massenproduktion und kybernetische Simultaneitätsstrategie jedoch gemeinsam: Beide Strategien integrieren den Kunden über das „normale" Maß hinaus in den Leistungserstellungsprozeß.

Die kundenindividuelle Massenproduktion zielt auf eine verstärkte Individualisierung von Markttransaktionen und Leistungsangeboten ab. Insofern kann die kundenindividuelle Massenproduktion als die einzelkundenindividuelle Massenproduktion von Sachgütern und/oder Dienstleistungen für einen großen Absatzmarkt (kundenindividuelle Variantenfertigung) zu Kosten definiert werden, welche nahezu denen einer massenhaften (zielgruppenspezifischen) Fertigung eines zugrunde liegenden oder vergleichbaren Standardproduktes entsprechen (anonyme Variantenfertigung). Dabei werden die Informationen, welche zur Individualisierung des Leistungsangebots benötigt werden, zum Aufbau einer dauerhaften und individuellen Kundenbindung herangezogen.[25] Insofern stellt die kundenindividuelle Massenproduktion eine *hybride Wettbewerbsstra-*

---

[20] Die nachfolgenden Ausführungen lehnen sich eng an *Keuper* (2004), S. 78 ff.

[21] Vgl. *Toffler* (1970), S. 19 ff.

[22] Vgl. zum Beispiel *Pine* (1991).

[23] Vgl. zum Mass-Customization-Konzept ausführlich *Piller* (2000).

[24] Vgl. *Keuper* (2004).

[25] Vgl. *Piller* (2000), S. 206.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tegie dar, welche konträr zur klassischen Alternativhypothese von Porter steht.[26] Während Porter eine Unvereinbarkeit von Differenzierung und Kostenführerschaft postuliert, zielt die kundenindividuelle Massenproduktion gerade auf eine Konvergenz dieser beiden wettbewerbsstrategischen Strategiealternativen ab. Unternehmen, welche die Strategie der kundenindividuellen Massenproduktion verfolgen, sind beispielsweise Cisco, Motorola, VS Möbel, Paris Miki, Levis, Nike und Adidas.[27]

Im Gegensatz zur klassischen Wertschöpfungskette steht die *Erhebung der Kundenwünsche* bei der kundenindividuellen Massenproduktion – ähnlich wie zum Beispiel beim massenhaften kundenindividuellen Kreditgeschäft – im Vordergrund der Betrachtung. In concreto bedeutet dies, daß die spezifischen Präferenzen eines jeden einzelnen Kunden aufzunehmen und zu analysieren sind.[28] Die spezifischen Kundeninformationen bilden zum einen die Datenbasis für klassische Marketing- und Absatzprognosen, deren Ergebnisse zum Beispiel für eine parallel verlaufende, zielgruppenorientierte, anonyme Massen- oder Variantenfertigung sowie für die Beschaffung beziehungsweise Produktion auftragsneutraler Module genutzt werden können. Zum anderen fließen die kundenindividuellen, interaktiv generierten Einzelinformationen in die spezifische *Konfiguration des Produktes* ein, wobei die Konfiguration jedoch weitgehend auf standardisierte Module zurückgreift. Im Anschluß an die Synthetisierung des Produktes erfolgt die *Beschaffung* der kundenindividuell zu erstellenden Module, wobei die vom Kunden gewünschten Spezifikationen an die Zulieferer – also an die vorgelagerten Wertschöpfungsstufen – weitergegeben werden.[29] Generell besteht jedoch auch die Möglichkeit, daß die kundenindividuelle Produktkonzeption vollständig auf standardisierten Modulen basiert und somit letztlich in der Vielfalt der Modulkombinationsmöglichkeiten begründet ist. Auf Basis der auftragsneutralen Zulieferkomponenten und der auftragsneutralen Vorfertigung erfolgt dann – gegebenenfalls unter Einbeziehung individualisierter Komponenten – die kundenspezifische Variantenbildung (bei Finanzdienstleistungen in der Regel Losgröße eins).

Neben der Erhebung der kundenindividuellen Einzelwünsche und der Integration dieser Informationen in den intra- und interbetrieblichen Herstellungsprozeß ist der *Aufbau einer intensiven Kundenbeziehung*, wie auch in der Dienstleistungs- und insbesondere in der Finanzdienstleistungsbranche, die dritte tragende Säule dieses Konzeptes.[30] Während die Differenzierung durch die einzelkundenbezogene Erstellung von Produkten mit Hilfe einer individualisierten Va-

[26] Vgl. *Porter* (1999), S. 70 ff.
[27] Vgl. *Piller* (2000), S. 391.
[28] Vgl. *Piller* (2000), S. 207.
[29] Vgl. *Piller* (2000), S. 208.
[30] Vgl. *Piller* (2000), S. 208.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

riantenfertigung (einzelkundenorientierte Variante) sowie durch den Aufbau einer dauerhaften, einzelkundenspezifischen Kundenbindung vollzogen wird, resultiert die Kostenoption aus Effizienzvorteilen in der Produktion. Diese Vorteile müssen vornehmlich mit Hilfe *moderner Informations- und Kommunikationstechnologien* und einer bestmöglich konfigurierten *Prozeßorganisation* auf Basis eines *modularen Produktaufbaus* erzielt werden.[31] Insofern besteht die Hauptaufgabe der kundenindividuellen Massenproduktion darin, die *externe Produktvielfalt*, welche unabdingbare Voraussetzung für eine kundenindividuelle Leistungserstellung ist und von den Nachfragern wahrgenommen wird, durch eine möglichst geringe, von den Nachfragern nicht wahrnehmbare, *interne Produktvielfalt* zu erzielen, um so simultan externe Effektivitäts- und interne Effizienzpotentiale bestmöglich auszuschöpfen.

D. Konvergenz – Relaxation der Dichtomie von Sach- und Dienstleistungen durch Leistungsbündelung

Die voranschreitende Inter- und Intrabranchenkonvergenz führt zu einer zunehmenden Integration von Sach- und Dienstleistungen und somit zu einer *Leistungsbündelung*[32] in Form von Systemprodukten, bestehend aus einer mehr oder weniger materiellen Kernleistung und *vielfältigen, einen Mehrwert schaffenden Dienstleistungen*. Unabhängig von der Branchenkonvergenz schafft die Betrachtung von Leistungsbündeln eine einheitliche und umfassende Leistungstypologie, welche gleichermaßen Geltung für den Sach- und Dienstleistungsbereich hat.[33] Bislang hat sich in der betriebswirtschaftlichen Literatur kein einheitlicher Dienstleistungsbegriff[34] entwickelt, was vor allem an den Abgrenzungsschwierigkeiten zur Sachgüterproduktion liegt.[35] Unstrittig ist hingegen die Erkenntnis, daß enumerative Abgrenzungen[36] oder Negativdefinitionen[37] für eine dichotome Einteilung in Sach- und Dienstleistungen ungeeignet sind.[38] Die Mehrheit der Abgrenzungsversuche setzt an den Dimensionen der Leistung – also an der Analyse der Bereitstellungsleistung, des Leistungsergebnisses sowie des (finalen) Leistungserstellungsprozesses – an.[39]

---

[31] Vgl. *Piller* (2000), S. 200 ff.

[32] Siehe *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1993), S. 395 ff. ausführlich zu den Ausführungen in diesem Abschnitt.

[33] Vgl. *Hildebrand* (1997), S. 38.

[34] Unternehmensinterne Dienstleistungen werden nachfolgend nicht betrachtet.

[35] Vgl. zum Beispiel *Altenburger* (1980), S. 26 ff.

[36] Vgl. zum Beispiel *Langeard* (1981), S. 233.

[37] Vgl. zum Beispiel *Altenburger* (1980), S. 12 f.

[38] Vgl. *Meyer* (1990), S. 176.

[39] Vgl. zu den Dimensionen ausführlich *Engelhardt* (1990), S. 278 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Das Kriterium der *Bereitstellungsleistung* zielt auf die Betrachtung der internen Potentiale und Verbrauchsfaktoren und somit auf die Fähigkeit und Bereitschaft zur Ausübung einer Tätigkeit ab. Damit wird als Vermarktungsobjekt nicht das fertige Produkt, sondern die Bereitschaft und die Fähigkeit zur Erbringung einer Leistung in den „Produktstatus" erhoben. Der potentialorientierte Dienstleistungsbegriff ist jedoch nicht trennscharf, weil zum Beispiel im Rahmen von Standardisierungsmöglichkeiten sowie beim Einsatz von sogenannten Trägermedien eine Dichotomie zwischen Sachgüter- und Dienstleistungsproduktion nicht mehr aufrechterhalten werden kann. So sind bei Softwareunternehmen, welche zum Beispiel Standardsoftware entwickeln und deshalb eher dem Dienstleistungsbereich zugeordnet werden können, große Teile des Leistungsergebnisses vorab produzierbar und folglich neben der Fähigkeit und Bereitschaft auch unmittelbar Objekt der Vermarktung.[40] Da eine unipolare Zuordnung der auf der CD befindlichen Software als Fähigkeit und Bereitschaft beziehungsweise als fertiges Produkt nicht möglich ist, kann auch keine eindeutige Aussage über den Charakter – Dienstleister oder Sachgüterproduzent – des Softwareunternehmens getroffen werden. Zudem werden einige spezielle Sachgüter ebenfalls nur als Leistungsversprechen angeboten, so zum Beispiel bei der Auftragsfertigung oder im Rahmen der kundenindividuellen Massenproduktion, wo zum Zeitpunkt des Angebots noch keine fertigen Produkte vorliegen. Darüber hinaus führen die Leistungsbündel als Ausprägung eines Systemproduktes auf konvergierenden Märkten dazu, daß Dienstleistungen und Sachgüter in einem „Paket" angeboten werden.

Im Gegensatz zur Bereitstellungsleistung stellt die *Immaterialität*, bezogen auf das *Ergebnis einer Leistungserstellung*, das in der Literatur am längsten und häufigsten diskutierte Merkmal von Dienstleistungen dar.[41] Hier handelt es sich um ein charakterisierendes, nicht jedoch um ein konstituierendes Merkmal. So beinhalten viele populärwissenschaftlich als Dienstleistung bezeichnete Leistungen durchaus materielle Ergebnisbestandteile (zum Beispiel ein repariertes Auto), was eine scharfe Trennung von Dienstleistungen und Sachgütern erschwert.[42] Umgekehrt weisen insbesondere die Auftragsproduktion, aber auch die kundenindividuelle Massenproduktion, immaterielle Ergebnisbestandteile auf (zum Beispiel Beratungsgespräche). Darüber hinaus führt die bereits angesprochene Verwendung von Trägermedien zu einer Vermischung materieller und immaterieller Leistungsbestandteile. Insofern existiert realiter ein *Kontinuum* zwischen einem relativ geringen und einem relativ hohen Anteil an materiellen beziehungsweise immateriellen Ergebnisbestandteilen. Dies zeigt sich

[40] Vgl. *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1993), S. 399.

[41] Dieses Kennzeichen der Immaterialität geht auf *Jean-Baptiste Say* zurück. Vgl. *Say* (1852), S. 87.

[42] Vgl. *Engelhardt* (1990), S. 279.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auch deutlich in Systemprodukten auf konvergierenden Märkten.[43] So ist der Absatz von Spielekonsolen ohne entsprechende Software, welche aus dem Internet heruntergeladen werden kann, undenkbar.

Häufig wird in der Literatur – mit der Abwendung von der Ergebnisorientierung und der Hinwendung zu einer *Prozeßorientierung* – eine Differenzierung von Sach- und Dienstleistungen durch die *Integration des „externen Faktors"* in den Leistungserstellungsprozeß vollzogen.[44] Dabei werden unter „externen Faktoren" Personen (zum Beispiel Nachfrager), Objekte, Tiere, Rechte, Nominalgüter und/oder Informationen verstanden, welche zeitlich begrenzt in den Verfügungsbereich eines Dienstleisters gelangen und mit internen Produktionsfaktoren in den Leistungserstellungsprozeß integriert werden.[45] Demzufolge liegt ein Dienstleistungsprozeß immer dann vor, wenn der Anbieter der Bereitstellungsleistung seine „internen Produktionsfaktoren" mit dem nicht frei disponierbaren „externen Faktor" so kombiniert,[46] daß ein Leistungserstellungsprozeß initiiert wird und der „externe Faktor" dabei eine Transformation erfährt.[47] Dem ist jedoch entgegenzuhalten, daß zum einen auch bei der Sachgüterproduktion, so zum Beispiel bei der kundenindividuellen Massenproduktion, Informationen des Nachfragers für die Leistungserstellung benötigt werden und zum anderen die Information als eigenständiger („externer") Faktor kritisch zu betrachten ist, weil sowohl Menschen als auch Objekte gleichzeitig Trägermedien im Hinblick auf die Informationsversorgung darstellen.[48] Letztlich sind aber auch die herausragende Stellung des „externen Faktors" sowie seine Bezeichnung selbstkritisch zu hinterfragen. So sind bei jeder Produktion mehr oder weniger „externe Faktoren" zu berücksichtigen beziehungsweise erfahren „externe Faktoren" eine Transformation. Beispielsweise stellen quantitative oder qualitative Erweiterungen informations- und kommunikationstechnologischer Sachanlagen im Bankensektor oder die kundenindividuelle Fertigung des Systemproduktes „Multimedia-PC" eine Leistungserbringung am „externen Faktor" dar.

Zudem ist auch die nicht freie Disponierbarkeit des „externen Faktors" kein konstituierendes Merkmal, weil in der Regel sowohl „interne Faktoren", wie zum Beispiel Mitarbeiter oder Technologien, als auch andere „externe Faktoren", wie zum Beispiel spezifische Rohstoffe, Komponenten oder Baugruppen, nicht immer autonom disponibel sind. Letztlich wird der „externe Faktor" somit lediglich durch seine *Bereitstellung über den Absatzmarkt* charakterisiert, wobei dies jedoch keinerlei Auswirkungen auf seine für die Dienstleistungsproduk-

[43] Vgl. *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1993), S. 400.
[44] Vgl. zum Beispiel *Lehmann* (1989), S. 102.
[45] Vgl. *Büttgen/Ludwig* (1997), S. 22.
[46] Vgl. *Engelhardt* (1990), S. 280 f.
[47] Vgl. *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1993), S. 401.
[48] Vgl. *Keuper* (2002), S. 119 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tion nicht vorhandene konstituierende Eigenschaft hat. Im Gegenteil, die nicht vorhandene konstituierende Eigenschaft wird dadurch sogar noch verstärkt, weil die zumindest temporäre Anwesenheit des „externen Faktors" während der Produktion dem Absatz dient (Uno-acto-Prinzip), womit der „externe Faktor" nicht der Produktion, sondern der Leistungsverwertung zuzuordnen ist.[49]

Die dargestellten Abgrenzungsversuche verdeutlichen, daß es bisher keine allgemein anerkannte Dienstleistungsdefinition gibt, welche für die nötige Trennschärfe im Hinblick auf die Sachgüterproduktion sorgt. Dies gilt umso mehr, je voranschreitender die Konvergenz mit der Entstehung von Systemprodukten – bestehend aus materiellen Kernleistungen und satellitenartig arrangierten Dienstleistungen – ist. Insofern läßt sich schlußfolgern, daß materielle und immaterielle Bestandteile des Leistungsergebnisses grundsätzlich unabhängig davon sind, ob und wie der Leistungserstellungsprozeß seitens des „externen Faktors" initiiert und mitgestaltet wird.[50] Analog hierzu kann attestiert werden, daß ebenfalls die Tatsache und der Umfang, in welcher der Leistungserstellungsprozeß vom „externen Faktor" initiiert und mitgestaltet wird, nicht zwingend zu bestimmten materiellen oder immateriellen Ausprägungen des Leistungsergebnisses führt.[51] Somit lassen sich die jeweiligen materiellen und immateriellen Ergebnisbestandteile auf einem Kontinuum abtragen, wobei jedoch eine reine Sachleistung nicht existiert, weil Sachleistungen ohne die Inanspruchnahme von Dienstleistungen nicht vorstellbar sind (Dualismusthese).[52] Letztlich stellen alle Absatzobjekte, insbesondere jedoch auf konvergierenden Märkten, Leistungsbündel dar, für deren Erstellung eine Vielzahl *autonomer* und *integrativer Prozesse* erforderlich ist. Integrative Prozesse, das heißt Kombinationen aus internen Produktionsfaktoren und dem „externen Faktor", sind dabei an jeder Stelle der Wertschöpfungskette möglich (*Integrationstiefe*), wobei die *Integrationsintensität* unabhängig von der jeweiligen Integrationstiefe sein kann.

Aus der Abbildung 1 wird deutlich, daß Systemprodukte, also Leistungsbündel und kundenindividuelle Massenprodukte, sowohl über eine materielle Kernleistung mit satellitenartig arrangierten „Value-added Services" verfügen können als auch überwiegend immateriell und damit in der Regel digitalisiert mit relativ geringen materiellen Sekundärleistungen – wie dies bei Finanzdienstleistern der Fall ist – als Systemprodukt angeboten werden. Insofern haben sich Unternehmen, welche eine kundenindividuelle Massenproduktion verfolgen oder auf konvergierenden Märkten agieren, als Dienstleister zu betrachten, weil sie einen relativ hohen Integrationsgrad im Hinblick auf die Einbeziehung des

[49] Vgl. *Bolsenkötter* (1993), Sp. 549 f.
[50] Vgl. *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1993), S. 405.
[51] Vgl. *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1993), S. 405.
[52] Vgl. zu entsprechenden Verbundsystemen *Corsten* (2001), S. 356 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

„externen Faktors" in die Wertschöpfungskette aufweisen. Dabei führt die Integration des „externen Faktors" immer auch zu einer zumindest temporären Interaktion mit ihm.

Aus Sicht der Konvergenz kommt es somit zu einer Relaxation der Dichotomie von Sach- und Dienstleistungen, weshalb die Unternehmensführung sich selbst und das gesamte Unternehmen zwingend als Dienstleister zu begreifen hat.

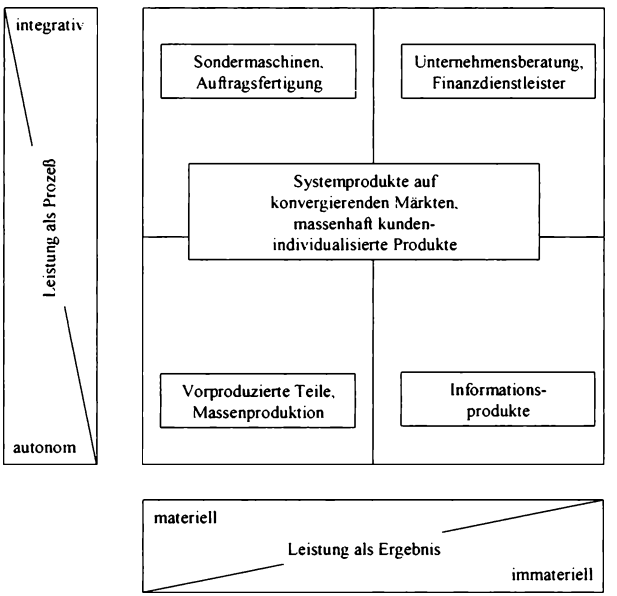


Abbildung 1: Leistungstyplogisierung[53]

E. Mass Customization – Relaxation der Dichotomie von Sach- und Dienstleistungen durch die Schaffung eines einheitlichen Interaktionsparadigmas

Der Wandel zur Einzelkundenorientierung im Rahmen der kundenindividuellen Massenproduktion bedingt, daß es erstmals zu einem einheitlichen *Interaktionsparadigma für die normative und strategische Unternehmensführung* kommt.[54] Während das traditionelle Rollenverständnis des *Konsumgüterproduzenten* sich am neobehavioristischen *Stimulus-Organism-Response-Paradigma*

[53] In Anlehnung an *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1993), S. 417.
[54] Vgl. *Schnäbele* (1997), S. 25.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(S-O-R-Paradigma) ausrichtet,[55] wobei die Konsumenten Stimuli von Seiten der Anbieter empfangen, die Konsumenten selbst sich aber gegenüber den Anbietern nur reaktiv verhalten, transformiert die Einbeziehung des Kunden in die Produktion seine passive Rolle in eine aktive Funktion, was dem klassischen Rollenverständnis im Rahmen der Dienstleistungs- beziehungsweise der Investitionsgüterproduktion entspricht.

So ist der *Erstellungsprozeß der* (meisten) *Dienstleistungen*, wie bereits dargestellt, durch eine zeitliche und räumliche Simultaneität von Produktion und Verwertung gekennzeichnet (Uno-acto-Prinzip), was die Integration eines „externen Faktors" in den Leistungsverwertungsprozeß bedingt. Demgegenüber ist das Rollenverständnis in der Investitionsgüterproduktion dadurch charakterisiert, daß die Unternehmen in interdependenten Beziehungen zueinander stehen, welche durch (weitgehend) rationale Determinanten beschrieben werden können.[56] Dabei nehmen sowohl die Anbieter als auch die Nachfrager aktiven Einfluß auf die Gestaltung materieller oder immaterieller Leistungen, wobei diese soziale Interaktion auf die in der Regel hohe Komplexität von Investitionsgütertransaktionen zurückzuführen ist. Daher gilt, wie auch beim Ansatz der kundenindividuellen Massenproduktion in der Konsumgüterindustrie, je größer die Komplexität oder je höher der Individualisierungsgrad (zum Beispiel massenhafte Unikate) ist, desto größer ist auch die Einflußmöglichkeit im Gestaltungsprozeß.[57] Insofern kommt es aufgrund der Einbindung des Konsumenten in den Herstellungsprozeß branchenunabhängig zu einem *einheitlichen Interaktionsparadigma*.

Das Einräumen eines *Prosumenten-Status*[58] bewirkt, daß ein Anbieter nicht mehr als Produzent von Sach- oder Dienstleistungen angesehen werden kann; vielmehr nimmt er generell den Status eines Dienstleisters an, welcher kundenindividuelle Problemlösungen unter aktiver Beteiligung der Nachfrager im Rahmen von individuellen Anbieter-Nachfrager-Kooperationen erstellt. Darüber hinaus bedingt das neue, einheitliche Interaktionsparadigma für die Unternehmensführung, daß es grundsätzlich keinen oder nur einen sehr geringen Unterschied macht, ob Organisationen oder Konsumenten als Nachfrager auftreten.[59] So ist es gleichgültig, ob ein PC oder ein Automobil beziehungsweise ein Bankkredit oder ein Darlehen, individuell als Konsum- oder Investitionsgut zu erstellen ist. Insofern kommt es aufgrund des einheitlichen Interaktionsparadigmas zu einer signifikanten Annäherung der Transaktionsbeziehungen und des Leistungserstellungsprozesses zwischen Konsumgüter- und Investitionsgüter-

[55] Vgl. *Nieschlag/Dichtl/Hörschgen* (2002), S. 589.
[56] Vgl. *Gemünden* (1981), S. 8 ff.
[57] Vgl. *Schnäbele* (1997), S. 27.
[58] Vgl. *Kotler* (1986), S. 24.
[59] Vgl. *Schnäbele* (1997), S. 30.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

produktion sowie Konsumgüter- und Investitionsgütervermarktung. Mögliche Unterschiede treten ausschließlich innerhalb der Dimensionen „Kaufentscheidung / Kaufentscheidungsverhalten", „Käuferstruktur" und „Zeitbezug" auf, wobei es lediglich zu unterschiedlichen Ausprägungen dieser Dimensionen kommt, welche im Einzelfall zu berücksichtigen sind.[60]

Vor dem Hintergrund einer notwendigen marktgerichteten Einzelkundenorientierung steht im Mittelpunkt einer kundenindividuellen Massenproduktion die Schaffung von Präferenzen beziehungsweise produktbezogenen Qualitätsvorteilen auf Basis einer nahezu kostenoptimalen Position, um nutzenoptimale Lösungen für Kundenprobleme zu generieren. Die Einbindung der Nachfrager in die Leistungserstellung sowie die daraus folgende, ex-post-orientierte Produktion führen beim Nachfrager zu einer wahrgenommenen *Intangibilität*.[61] Je intangibler eine Leistung wahrgenommen wird, desto wichtiger ist es für den Anbieter, die Unsicherheit des Nachfragers bezüglich der Produktqualität und Produktfunktionalität abzubauen. Dabei werden die Anforderungen an die Überprüfbarkeit und Beurteilung der Leistungsqualität durch die informationsökonomische Unterteilung in Such-, Erfahrungs- und Vertrauensgüter kategorisiert.

Während *Suchgüter* dadurch charakterisiert sind, daß der Nachfrager bereits vor dem Kauf – zum Beispiel durch eine Inspektion oder als Ergebnis einer entsprechenden Informationssuche – die Leistungseigenschaften vollständig beurteilen kann, erlaubt ein *Erfahrungsgut* erst nach dem Kauf – anhand der mit dem Gut gemachten Erfahrungen – eine vollständige Beurteilung. Hingegen zeichnen sich *Vertrauenseigenschaften* dadurch aus, daß sie weder vor noch nach dem Kauf vollständig beurteilt werden können. Da im Rahmen individualisierter Leistungen lediglich standardisierte und vorgehaltene Teilleistungen, wie zum Beispiel Module oder Vorführprodukte, Sucheigenschaften aufweisen, sind individuelle Leistungen und damit auch individualisierte Finanzdienstleistungen schwerpunktmäßig durch Erfahrungs- oder Sucheigenschaften charakterisiert. Der Aspekt, daß Sach- und Dienstleistungen Erfahrungs- oder Vertrauenseigenschaften besitzen, legt nahe, Individualgütern einen Dienstleistungscharakter zu attestieren beziehungsweise die Produktindividualisierung als spezielle Form der Dienstleistungsproduktion anzusehen.

Ferner kann die Individualität von Leistungen als eine vom Abnehmer subjektiv wahrgenommene Eignung einer Leistung zur Lösung seines kundenspezifischen Problems charakterisiert werden, wobei hierdurch Individualität mit dem allgemeinen Qualitätsbegriff, welcher den Grad der Eignung eines Produktes für bestimmte Verwendungszwecke definiert, nahezu gleichgesetzt wird.

---

[60] Vgl. *Schnäbele* (1997), S. 30.

[61] Vgl. *Schnäbele* (1997), S. 54.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Entsprechend dem *anwenderorientierten Qualitätsbegriff*,[62] welcher auf einem subjektiven, vom Kunden wahrgenommenen Qualitätsverständnis basiert, verkörpert die Leistungsindividualisierung eine spezifische Form der subjektiven Qualitätswahrnehmung. Insofern stellt die Individualität – und damit die individuelle Eignung einer Leistung zur Lösung eines kundenspezifischen, objektiven Problems respektive zur Befriedigung eines subjektiven individuellen Wunsches – *das* dominierende Qualitätsmerkmal der kundenindividuellen Massenproduktion dar und nicht, wie bisher, ein Qualitätsmerkmal von vielen.[63]

Individualität, als Ergebnis subjektiver Beurteilung, beschreibt somit – wie auch der subjektive Qualitätsbegriff – die wahrgenommene, kundenspezifische Problemlösungsfähigkeit einer Leistung. Zur Beurteilung der Individualität, und somit zur Bewertung der Qualität der generierten Leistung, können – entsprechend dem vereinheitlichten Interaktionsparadigma – der Leistungserstellungsprozeß und die Leistung selbst nicht mehr getrennt voneinander betrachtet werden. Analog zum Qualitätsverständnis von Dienstleistungen sind die *Leistungserstellungsprozeß-* und die *Leistungsergebnisqualität* zu beurteilen. Gleichzeitig richtet sich der Beurteilungsprozeß individualisierter Leistungen aber auch am *sachgüterorientierten Qualitätsbeurteilungsprozeß* und den damit verbundenen Qualitätsdimensionen aus, weil das Ergebnis der kundenindividuellen Massenproduktion tangibler oder intangibler Natur sein kann. Insofern setzt sich die Gesamtbeurteilung der Individualitätswahrnehmung aus intangiblen Prozeß- sowie tangiblen und intangiblen Leistungsergebnisattributen zusammen. Daher ist es für die Beurteilung individualisierter Leistungen und damit der kundenindividuellen Massenproduktion unumgänglich, sowohl Qualitätsattribute aus dem Dienstleistungsbereich als auch aus dem Sachgüterbereich zu verwenden.

Durch das allgemeine Interaktionsparadigma weist eine individuelle Leistung eine mehr oder weniger ausgeprägte *Spezifität* auf, was dazu führt, daß die Eigenschaft der *Reversibilität* (Umtauschbarkeit) sich ähnlich eingeschränkt gestaltet wie bei Dienstleistungen. Während bei stark interaktionsabhängigen Dienstleistungen eine Rückgabe aufgrund der Intangibilität des Leistungsergebnisses völlig ausgeschlossen ist und auch Nachbesserungen nur bedingt möglich sind, können individuelle Leistungen nach ihrem Umtausch beziehungsweise ihrer Rückgabe quasi nur als „vorproduzierte Variante" vermarktet werden. Zwar liegt somit physische Reversibilität vor, das Leistungsobjekt selbst kann jedoch nur über erhebliche Preisnachlässe weiterveräußert werden. Zudem sind die Umtauschaktion beziehungsweise eine Nachbesserung mit einem hohen zusätzlichen Zeitaufwand und Kosten für den Anbieter und den Nachfrager verbun-

[62] Vgl. zum anwenderorientierten Qualitätsbegriff *Keuper* (2001), S. 101 ff.
[63] Vgl. *Schnäbele* (1997), S. 88.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

den. Insofern weisen individuelle Leistungen, wenn auch nicht eine vollständige Irreversibilität, so doch zumindest eine stark eingeschränkte Reversibilität auf.

Aus Sicht der kundenindividuellen Massenproduktion kommt es somit zu einer Relaxation der Dichotomie von Sach- und Dienstleistungen, weshalb die Unternehmensführung sich selbst und das gesamte Unternehmen – wie schon zuvor im Rahmen der Konvergenz – zwingend als Dienstleister zu begreifen hat.

F. Unternehmensführung – keine Frage von Sach- und Dienstleistungsproduktion

Als Fazit bleibt festzuhalten, daß sich im Zuge der Individualisierung der Leistungen durch die Interaktion mit dem Kunden die Interaktionsparadigmen der Konsumgüterproduktion, der Investitionsgüterproduktion sowie der Dienstleistungsproduktion einander annähern, was die Basis für ein generisches Verständnis der Unternehmensführung ist. Darüber hinaus wandeln sich, initiiert durch das interaktive Nachfrager-Anbieter-Interaktionsparadigma, Sachgüterproduzenten zu Dienstleistern. Dies wird insbesondere darin deutlich, daß sich Sach- und Dienstleistungsproduktion durch die (zumindest temporäre) Intangibilität individueller Leistungen sowie die in der Spezifität des Angebots begründete eingeschränkte Reversibilität einander annähern. Zudem ist die subjektiv wahrgenommene Individualität, als Grad der Eignung eines Leistungsobjektes zur Lösung kundenspezifischer Probleme, an den Dimensionen „Leistungserstellungsprozeß- und Leistungsergebnisqualität" zu messen, welche weitestgehend mit den Qualitätsdimensionen „Verrichtungs- und Ergebnisqualität" im Rahmen der Dienstleistungsproduktion identisch sind. Somit weisen Unternehmen, welche darauf ausgerichtet sind, im Rahmen der kundenindividuellen Massenproduktion kundenindividuelle Leistungen zu generieren, unabhängig von ihrem Leistungsergebnistyp einen Dienstleistungscharakter auf, wobei dieser Charakter durch die notwendige Relaxation der Dichotomie zwischen Sach- und Dienstleistungen auf Basis eines in konvergierenden Märkten unabdingbar notwendigen Leistungsbündels noch weiter verstärkt wird. Die zunehmende Industrialisierung von Dienstleistungen und das zunehmende marktinduzierte Selbstverständnis eines Sachgüterproduzenten, Dienstleister zu sein, bedingen somit eine *generische Unternehmensführung*.

Literaturverzeichnis

Altenburger, O. A. (1980): Ansätze zu einer Produktions- und Kostentheorie der Dienstleistungen, Berlin.

Bolsenkötter, H. (1993): Bildungsbetriebe. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Hrsg. v. W. Wittmann et al. 5. Aufl., Stuttgart, Sp. 543-555.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Brösel, G. / *Keuper*, F. (2004): Vorwort der Herausgeber. In: Risikomanagement und Risikocontrolling junger Unternehmen in Wachstumsbranchen – Konzeption eines theoriegeleiteten Handlungsrahmens für die praxisinduzierte Unternehmenssteuerung. Verfaßt v. H. Schorcht. Berlin, S. VII–IX.

Burkhardt, Th. / *Lohmann*, K. (1998a): Banking und Electronic Commerce im Internet. Berlin.

– (1998b): Wachstum und Facetten des Electronic Commerce – Ökonomische Perspektiven unter besonderer Berücksichtigung des Internet Banking. In: Banking und Electronic Commerce im Internet. Hrsg. v. Th. Burkhardt / K. Lohmann. Berlin, S. 25-44.

Büttgen, M. / *Ludwig*, M. (1997): Mass-Customization von Dienstleistungen. Arbeitspapier des Instituts für Markt- und Distributionsforschung der Universität zu Köln.

Corsten, H. (2001): Dienstleistungsmanagement. 4. Aufl., München / Wien.

Corsten, H. / *Friedl*, B. (1999): Produktionscontrolling. Schriften zum Produktionsmanagement. Kaiserslautern.

Engelhardt, W. H. (1990): Dienstleistungsorientiertes Marketing. In: Integration und Flexibilität. Hrsg. v. D. Adam et al. Wiesbaden, S. 269-288.

Engelhardt, W. H. / *Kleinaltenkamp*, M. / *Reckenfelderbäumer*, M. (1993): Leistungsbündel als Absatzobjekte – ein Ansatz zur Überwindung der Dichotomie von Sach- und Dienstleistungen. „Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 45, S. 395-426.

Gemünden, H. G. (1981): Innovationsmarketing – Interaktionsbeziehungen zwischen Hersteller und Verwender innovativer Investitionsgüter. Tübingen.

Hering, Th. (2003): Investitionstheorie. 2. Aufl., München / Wien.

Hildebrand, V. G. (1997): Individualisierung als strategische Option der Marktbearbeitung – Determinanten und Erfolgswirkungen kundenindividueller Marketingkonzepte. Wiesbaden.

Keuper, F. (2001): Strategisches Management. München / Wien.

– (2002): Ökonomische Bedeutung der Information in der Informationsgesellschaft. In: Electronic Business und Mobile Business – Ansätze, Konzepte und Geschäftsmodelle. Hrsg. v. F. Keuper. Wiesbaden, S. 119-141.

– (2004): Kybernetische Simultaneitätsstrategie – systemtheoretisch-kybernetische Navigation im Effektivitäts-Effizienz-Dilemma. Berlin.

Keuper, F. / *Hans*, R. (2003a): Multimedia-Management – Strategien und Konzepte für Zeitungs- und Zeitschriftenverlage im digitalen Informationszeitalter. Wiesbaden.

– (2003b): Strategisches Konvergenz-Management. In: Handbuch Medien- und Multimediamanagement. Hrsg. v. B. W. Wirtz. Wiesbaden, S. 793-834.

– (2004): Kernkompetenzbasierte Planungsmodelle für das Konvergenz-Management. „Medienwirtschaft – Zeitschrift für Medienmanagement und Kommunikationsökonomie", Jg. 1, S. 74-82.

Keuper, F. / *Wierzoch*, R. (2004): Mass Customization – antizipative Leistungsabstimmung im kundenindividuellen Massenkreditgeschäft. In: Industrialisierung der Finanzwirtschaft. Hrsg. v. Z. Sokolovsky / S. Löschenkohl. Wiesbaden 2004 (im Druck, o. S.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Körnert, J. / *Lohmann*, K. (2000): Ausgangspunkte eines systemorientierten Managements der Kundenzufriedenheit am Beispiel von Direktbanken. In: Banken im Wandel: Direktbanken und Direct Banking. Hrsg. v. H. Locarek-Junge / B. Walter. Berlin, S. 195-232.

Körnert, J. / *Wolf*, C. (2000): Marken-Fantasie im Internet Banking. „Die Bank", o. Jg., S. 744-747.

Kotler, P. (1986): Prosumers – a New Type of Customer. „The Futurist", Jg. 20, S. 24-28.

Langeard, E. (1981): Grundfragen des Dienstleistungsmarketing. „Marketing ZFP", Jg. 3, S. 233-240.

Lehmann, A. P. (1989): Dienstleistungsmanagement zwischen industrieller Produktion und zwischenmenschlicher Interaktion – Reflexe in der Versicherung. Diss. St. Gallen.

Lohmann, K. (1970): Nichtlineare Modelle zur finanziellen Leistungsprogrammplanung von Kreditinstituten. Göttingen.

- (1989): Finanzmathematische Wertpapieranalyse. 2. Aufl., Göttingen.
- (2000): Kryptographie – Verschlüsselung von Daten bei Bankgeschäften. In: Finanzielle Märkte und Banken – Innovative Entwicklungen am Beginn des 21. Jahrhunderts. Hrsg. v. J. Holst / M. Wilkens. Berlin, S. 201-224.
- (2002): Mehr Risiken als Chancen beim Franchising von Filialen. „Sparkasse", Jg. 119, S. 373.

Meyer, A. (1990): Dienstleistungs-Marketing. In: Marketing-Systeme – Grundlagen des institutionalen Marketing. Hrsg. v. P. W. Meyer / A. Meyer. Stuttgart, S. 173-220.

Nieschlag, R. / *Dichtl*, E. / *Hörschgen*, H. (2002): Marketing. 19. Aufl., Berlin.

Noller, K.-J. (2001): Strukturen im Wandel. „Bank Magazin", Nr. 2, S. 18-20.

Piller, F. Th. (2000): Mass Customization – ein wettbewerbsstrategisches Konzept im Informationszeitalter. Wiesbaden.

Pine, B. J. II. (1991): Paradigma Shift, MIT. Cambridge.

Porter, M. E. (1999): Wettbewerbsstrategie. 10. Aufl., Frankfurt am Main.

Rollberg, R. (1996): Lean Management und CIM aus Sicht der strategischen Unternehmensführung. Wiesbaden.

Say, J.-B. (1852): Cours Complet d'economie politique prâtique. Paris.

Scheer, A.-W. (2000): Industrialisierung von Dienstleistungen. „IWI-Heft 122". www.iwi.uni-sb.de/iwi-hefte/heft122.html.

Schnäbele, P. (1997): Mass Customized Marketing – effiziente Individualisierung von Vermarktungsobjekten und -prozessen. Wiesbaden.

Thielmann, B. (2000): Strategisches Innovationsmanagement in konvergierenden Märkten. Wiesbaden.

Toffler, A. (1970): Future Shock. Köln.

Zelewski, St. (1999): Grundlagen. In: Betriebswirtschaftslehre. Hrsg. v. H. Corsten / M. Reiß. München / Wien, 3. Aufl., S. 1-125.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Cost-Averaging als Anlagestrategie

Von Thomas Burkhardt

A. Einführung

Cost-Averaging wird Anlegern, die Vermögen in riskante Anlageformen umschichten oder in Sparpläne investieren wollen, mit bemerkenswerter Regelmäßigkeit von Beratern oder Anbietern als vorteilhafte Strategie dargestellt: Sie weise „vorteilhafte Ertrags- und Risikocharakteristika“[1] im Vergleich zu einer einmaligen Direktanlage auf, man kaufe im Schnitt günstiger, ja, man bräuchte „Keine Angst vor Kursschwankungen“ zu haben,[2] so die Behauptungen. Mit *Langer/Nauhauser* kann man dagegen feststellen, daß dieser „eindeutig positiven Einschätzung des Cost-Averaging durch die Praxis ... eine grundsätzlich negative Meinung der wissenschaftlichen Literatur gegenüber [steht].“[3] Damit sind zumindest drei Fragen berührt: 1. Welche Argumente stützen die jeweiligen Einschätzungen und wie lassen sich diese Argumente einordnen? 2. Welche Qualität haben die vorgebrachten Argumente aus wissenschaftlicher, insbesondere finanzmathematischer Sicht? 3. Wie sind die Argumente aus der Perspektive des Verbraucherschutzes einzuschätzen? Damit sind drei zentrale Forschungsgebiete unseres Jubilars *Karl Lohmann* angesprochen, Wertpapiermanagement und optimale Anlageentscheidungen, finanzmathematische Analyse und Bewertung sowie Verbraucherschutz bei Finanzdienstleistungen.[4] Die vorliegende Festschrift ist für den Verfasser, der als Schüler *Karl Lohmanns* diesem eng verbunden ist, der geeignete Ort, die Sinnhaftigkeit des Cost-Averaging vor dem Hintergrund der hier angesprochenen Fragen zu diskutieren.

Um zu einer von speziellen Annahmen möglichst freien Einschätzung zu gelangen, nehmen wir im Unterschied zu früheren Untersuchungen über die Präferenzen der Anleger nichts weiter als Risikoaversion an – wir lösen uns damit insbesondere von der in der Literatur verbreiteten, aber problematischen Analy-

---

[1] Vgl. *Stephan/Telöken* (1997), S. 616, die beide Mitarbeiter beim DIT Deutscher Investment Trust sind.

[2] Vgl. DWS (2004), S. 2.

[3] Vgl. *Langer/Nauhauser* (2003), S. 1.

[4] Vgl. exemplarisch *Lohmann* (1978, 1989, 1995) sowie *Lohmann/Enke* (1995).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

se auf der Basis von Erwartungswert und Varianz des Endvermögens. Als Ausgangspunkt der Untersuchung entwickelt Abschnitt B. zunächst einen portfoliotheoretisch fundierten Bezugsrahmen, mit dem Cost-Averaging als spezielle Portfolioselektionsstrategie charakterisiert werden kann. Auf dieser Grundlage diskutiert Abschnitt C. den Stand der Literatur und zeigt die noch offenen Fragen auf. Abschnitt D. skizziert das weitere Design der Untersuchung. In deren Zentrum steht der Vergleich von Cost-Averaging-Strategien mit statischen Strategiealternativen. Neu ist nach Kenntnis des Verfassers die Untersuchungsmethodik. Die Vergleiche basieren ausschließlich auf der Basis stochastischer Dominanzrelationen, hier entsprechend der Annahme risikoaverser Anleger auf der Basis stochastischer Dominanzen zweiter Ordnung. Abschnitt E. analysiert die dazu erforderlichen Endvermögensverteilungen für die Strategiealternativen. Für die Verteilung des Endvermögens beim Cost-Averaging wird eine lognormale Approximation vorgeschlagen, welche die Grundlage für die Analyse der stochastischen Dominanzrelationen im Abschnitt F. bildet. Abschnitt G. faßt die Ergebnisse zusammen und schließt mit einem Ausblick.

B. Cost-Averaging als Portfolioselektionsstrategie

Der Begriff des Cost-Averaging[5] bezieht sich auf die Anlage eines gegebenen Betrages in eine risikobehaftete Anlageform, dergestalt, daß der Betrag nicht auf einmal, sondern in über einem bestimmten Zeitraum periodisch verteilten, barwertgleichen und konstanten Teilbeträgen investiert wird, die aus der Verrentung des Ausgangsbetrages entstehen.[6] Fraglich ist, ob eine solche Strategie sinnvoll ist.

Diese Frage wird in der Literatur kontrovers diskutiert. Augenscheinlich ist eine Beantwortung auch kaum möglich, ohne das Entscheidungsproblem näher zu spezifizieren. Wesentlich sind dabei drei Aspekte des Entscheidungsproblems:

1. Die Zielvorstellungen des Anlegers, das heißt seine Präferenzen.
2. Die in Betracht zu ziehenden Anlagestrategien.
3. Das Anlageuniversum, das heißt die bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigenden Anlageformen und deren Preisdynamik.

---

[5] Statt Cost-Averaging findet man häufig auch Dollar-Averaging.

[6] Der aus dem Cost-Averaging resultierende, riskant anzulegende Zahlungsstrom hat mithin die Form einer konstanten Rente. Abweichend betrachtet *Frühwirth* (2002) im Kontext von Sparplänen auch geometrisch veränderliche Renten. Diese Untersuchung führt jedoch durch eine ungeeignete Performance-Messung zu fehlgeleiteten, für den eiligen Leser potentiell gefährlichen Anlageempfehlungen. Andere als konstante Renten werden wir hier nicht weiter verfolgen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Frage nach der Sinnhaftigkeit des Cost-Averaging (CA) reduziert sich damit auf die Frage: Ist die CA-Strategie für eine gegebene Zielsetzung und ein gegebenes Anlageuniversum optimal? Es geht also um nichts anderes als ein Portfolioselektionsproblem. Die gesuchte Antwort ergibt sich aus dessen Lösung. Die CA-Strategie ist demnach genau dann sinnvoll, wenn sie als die optimale Anlagestrategie aus dem zugrundeliegenden Portfolioselektionsproblem resultiert.

Portfolioselektionsprobleme werden praktisch nur lösbar mit Portfolioselektionsmodellen, die durch sachgerechte Abstraktionen das Ausgangsproblem in ein entscheidbares Modellproblem transformieren. Die Optimalität einer als Lösung gefundenen Strategie kann daher nur in bezug auf das zugrunde liegende Portfolioselektionsmodell sinnvoll definiert werden.

Alle drei der oben genannten Aspekte des Entscheidungsproblems sind zu modellieren. Die resultierenden drei Teilmodelle sind, obwohl aufeinander aufbauend, weitgehend unabhängig voneinander. Die sachgerechte Modellierung kann von einer Vielzahl von Überlegungen geleitet werden, wobei insbesondere der Aufwand für die Modellierung, die Modellösung und die Strategieimplementierung von Bedeutung sind. Diese Überlegungen können Anlaß geben, die Modellierung von vornherein auf hinreichend einfach handhabbare (Teil-)Modelle zu beschränken. Der „Preis" der Vereinfachung und der damit erreichten Komplexitätsreduktion ergibt sich aus dem entgangenen Nutzen im Vergleich zu einer umfassenderen Modellierung. Dieser entgangene Nutzen läßt sich jedoch nicht präzise quantifizieren, ohne ein umfassenderes Modell implementiert zu haben, so daß die die Modellierung betreffenden Vorentscheidungen in der Praxis außerhalb des Modells anwendungsbezogen zu begründen sind. Im Kontext der CA-Diskussion sind zunächst Vorentscheidungen bezüglich der Anlagestrategien von Bedeutung.

Eine Anlagestrategie bestimmt allgemein die Aufteilung des Portfoliowertes auf das Anlageuniversum, und dies zu jedem Zeitpunkt. Eine Anlagestrategie kann nur dann optimal sein, wenn sie in jedem Zeitpunkt von der dann verfügbaren Information den bestmöglichen Gebrauch macht. Die optimale Strategie ist daher grundsätzlich *dynamisch*. Entscheidend ist dabei die dynamische Informationsauswertung, die jeden Zeitpunkt zu einem Entscheidungszeitpunkt über die Portfoliozusammensetzung werden läßt, nicht die im Zeitablauf veränderliche Portfoliozusammensetzung als solche. Im Unterschied zu den dynamischen Anlagestrategien definieren wir nun statische Anlagestrategien als solche, die nur die bis zu dem Entscheidungszeitpunkt über die Strategie verfügbaren Informationen berücksichtigen. Die einmal gewählte Strategie bleibt später definitionsgemäß unverändert, womit aber spätere Portfolioumschichtungen keineswegs ausgeschlossen werden. Solche Strategien wollen wir als *quasi-statisch* bezeichnen, im Unterschied zu *statischen* Strategien im engeren Sinne, bei denen die einmal gewählte Portfoliozusammensetzung beibehalten wird.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

CA-Strategien sind demnach quasi-statisch, folglich schon vom Ansatz her suboptimal. Diese – im Grunde triviale – Überlegung ist spätestens seit Constantinides (1979) bekannt. Sie ist ein Grund für die überwiegend ablehnende Haltung, die sich in der wissenschaftlichen Literatur zum CA findet. Und in der Tat genügt allein diese Überlegung, um CA-Strategien als suboptimal abzulehnen, ohne daß überhaupt weitere Untersuchungen notwendig wären. Insbesondere sind dazu keine Annahmen über die Ziele der Anleger oder das Anlageuniversum erforderlich. Wer diesen Standpunkt einnimmt, für den sind alle weiteren Betrachtungen zum CA – auch die dieser Arbeit – ohne Belang. Nur wer aus pragmatischen Gründen wie den oben genannten, bei der Modellbildung eine a priori Einschränkung der Portfoliostrategien akzeptiert,[7] kann von den folgenden Betrachtungen weitere Einsichten erwarten.

CA bezieht sich damit allein auf eine sehr spezielle Strategie zur Umschichtung eines Portfolios aus risikofreier und riskanter Anlage im Zeitablauf:[8] Ein anfänglich gegebener Betrag wird vorschüssig verrentet, und mit jeder riskant angelegten Rentenrate vermindert sich der risikofrei angelegte Portfolioanteil, bis in der letzten Periode vor dem Ende des Planungshorizontes das Portfolio vollständig riskant investiert ist.[9]

C. Der Cost-Averaging-Effekt: Stand der Literatur

Unter den Begriff des Cost-Averaging-Effektes[10] faßt man eine Reihe von Eigenschaften von CA-Strategien. Dabei erweist sich nur eine Eigenschaft als unbestrittenes Faktum: Beim CA liegt der durchschnittliche Preis, zu dem die riskante Anlage getätigt wird, unter dem Durchschnittspreis dieser Anlage zu den Anlagezeitpunkten.[11] Dagegen gehen die Meinungen über die Interpretation

---

[7] Damit möchte der Verfasser sich keineswegs eine solchermaßen eingeschränkte Sicht zu eigen machen oder gar die Anwendung der genannten Strategievarianten empfehlen. Hier und im folgenden geht es allein darum, zu einer besseren Einschätzung dieser in der Praxis verfolgten Strategievarianten beizutragen. Nur durch ergänzende Untersuchungen kann und sollte geklärt werden, mit welchem Nutzenentgang eine Beschränkung der Strategiewahl verbunden ist.

[8] Diese Einschränkung ist sehr weitgehend, und geht deutlich über die Einschränkung auf quasi-statische Strategien hinaus.

[9] Manche Autoren sprechen in diesem Kontext auch von „diversification across time", also einer Form zeitlicher Diversifikation, so z. B. *Samuelson* (1997). Augenscheinlich ist diese zeitliche Diversifikation vollkommen unabhängig von einer Diversifikation über verschiedene Anlageformen. Ein Vorteilsvergleich zwischen dieser und „cross asset diversification" ist daher in Verbindung mit dem CA weder notwendig noch sinnvoll, und wird hier nicht weiter verfolgt.

[10] Der Cost-Average-Effekt ist auch als Durchschnittskosten-Effekt bekannt.

[11] Dieses lange bekannte Resultat benötigt keine speziellen Annahmen über die Preisdynamik der riskanten Anlage. Deren durchschnittlicher Einstandspreis ergibt sich

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dieses *Kerneffektes* und die daraus zu ziehenden Schlußfolgerungen für Anlageentscheidungen weit auseinander. Die eher praktisch orientierte Literatur und Vertreter der Anlagepraxis schließen tendenziell auf verbesserte Ertrags- und Risikocharakteristika, Vertreter der Wissenschaft äußern dagegen eher Zweifel, bis hin zu vollkommen ablehnenden Beurteilungen.[12]

Die vorangegangenen portfoliotheoretischen Überlegungen zeigen, daß Eigenschaften von CA-Strategien nur vor dem Hintergrund klar definierter Annahmen über das Anlageuniversum, die zu vergleichenden Anlagestrategien und die Zielvorstellungen der Anleger abgeleitet und beurteilt werden können. Damit ergibt sich der Bezugsrahmen, der eine Systematisierung und Einschätzung der sich widersprechenden Meinungen erlaubt.

Das Anlageuniversum wird in fast allen Untersuchungen auf eine riskante Anlage in Aktien, Aktienindizes oder überwiegend in Aktien investierten Fonds beschränkt.[13] Daneben wird regelmäßig eine festverzinsliche Anlage betrachtet, die zur Umsetzung des CA notwendig ist.[14] Für diese wird entweder ein über dem Planungszeitraum konstanter risikofreier Zinssatz angenommen, oder ein für jede Zinsperiode veränderlicher Zinssatz. Bei rein empirischen Untersuchungen wird mit entsprechenden Zeitreihen gearbeitet. Theoriebasierte Untersuchungen verwenden dagegen stochastische Modelle, wobei fast immer geometrische Brownsche Prozesse als Modell der Kursentwicklung der riskanten Anlageform dienen.

Alle Untersuchungen beschränken sich auf den Vergleich weniger Strategiealternativen. Die CA-Strategie wird regelmäßig mit einer Einmalanlage verglichen. Darüber hinaus berücksichtigen eine Reihe von Untersuchungen auch Portfolios aus festverzinslicher Anlage und Einmalanlage, wodurch das Spektrum der Anlagealternativen entscheidend erweitert wird.[15] In beiden Fällen beschränkt sich der Vergleich gleichwohl auf rein statische Strategien. Dynami-

---

als harmonischer Mittelwert der Kurse zu den Anlagezeitpunkten, und ist damit bei schwankenden Kursen stets kleiner als deren Durchschnittskurs, der dem arithmetischen Mittelwert entspricht. Vgl. z. B. *Albrecht et al.* (2002) oder *Hofmann et al.* (2004) in diesem Band.

[12] Vgl. beispielsweise die Diskussionen in *Albrecht et al.* (2002) und insbesondere *Hofmann et al.* (2004) in diesem Band, sowie die dort angegebene Literatur.

[13] *Bacon et al.* (1997) betrachten auch CA bei der Anlage in festverzinsliche Wertpapiere und gelangen dabei im wesentlichen zu den gleichen Ergebnissen wie in einer früheren, auf Aktienindizes basierenden Untersuchung von *Bacon/Williams* (1993), die weiter unten diskutiert werden wird.

[14] Diese kann auch zinslos sein.

[15] Die Einmalanlage wird auch als „lump sum"-Strategie, die Kombination mit risikofreier Anlage auch als „buy-and-hold"-Strategie bezeichnet. Dieser Sprechweise werden wir hier nicht folgen, da erstens die Einmalanlage einen Spezialfall der Portfoliobildung mit einer risikofreien Anlage darstellt, und zweitens beide rein statische Strategien darstellen, also beide der Handlungsempfehlung „buy-and-hold" entsprechen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sche Strategiealternativen werden nur von einigen wenigen Untersuchungen einbezogen; diese beschränken sich dann auf „constant proportion"-Strategien.[16]

Fast alle Untersuchungen konzentrieren sich auf das Endvermögen[17] aus klassischer Sicht als Zielgröße.[18] Darüber hinaus betrachten fast alle Untersuchungen die Vorteilhaftigkeit der Strategien auf der Basis von Erwartungswert und Varianz des Endvermögens. Daher betrachten wir zunächst die auf dieser Basis abgeleiteten Ergebnisse, wobei es wichtig ist, ob Vergleiche nur mit der reinen Einmalanlage oder unter Berücksichtigung einer risikofreien Anlagemöglichkeit durchgeführt werden.[19]

Bei einem empirischen Vergleich von CA über ein Jahr mit einer reinen Einmalanlage mit Daten für den S&P 500 über den Zeitraum von 1926 bis 1991 kommen *Bacon/Williams* zum dem Ergebnis „lump sum beats dollar cost averaging".[20] Ihre Untersuchung konzentriert sich auf die durchschnittliche Rendite beider Strategien, die auch über verschiedene Subperioden betrachtet wird. Stets zeigen sich höhere durchschnittliche Renditen bei Einmalanlage im Vergleich zum CA, und die Differenz steigt mit der Anzahl der Rentenperioden, in die der Anlagehorizont eingeteilt wird. Ohne näher darauf einzugehen, zeigen sie darüber hinaus, daß die gleichen Relationen auch für die Standardabweichungen der Rendite gelten. Diese Relationen zeigen sich auch bei ähnlichen empirischen Untersuchungen von *Thorley* (1994) und von *Langer/Nauhauser* (2002) auf DAX-Basis im Zeitraum von 1964 bis 2001 und werden auch von Simulationsstudien auf Basis geometrischer Brownscher Preisprozesse gestützt. Auf der Basis von Erwartungswert und Varianz ergibt sich damit *keine* Dominanz einer der beiden Strategien, was *Albrecht* et al. (2002, 2003) für den Fall einer zinslosen und *Hofmann* et al. (2004, in diesem Band) für beliebige konstante positive Zinssätze auch analytisch bewiesen haben.

---

[16] Vgl. *Knight/Mandell* (1993); *Milevsky/Posner* (1999).

[17] Dazu zählen wir hier auch alternative Darstellungen auf der Basis von äquivalenten, endwertbezogenen relativen Wertänderungen oder Renditen. Der Begriff Rendite wird im folgenden stets bezogen auf den Endwert verstanden.

[18] In einigen Untersuchungen basieren Strategievergleiche auch auf dem ROI (Return On Investment). Diese Zielgröße ist jedoch bekanntlich aus entscheidungsorientierter Sicht grundsätzlich für solche Vergleiche ungeeignet, wie u. a. *Langer/Nauhauser* (2002) deutlich herausarbeiten. Auf die entsprechende Literatur wird daher hier nicht weiter eingegangen.

[19] In bezug auf Portfolioumschichtungen werden CA-Effekte immer über einen eher kurzen Planungshorizont thematisiert. Manche Autoren diskutieren CA-Effekte dagegen auch im Kontext von Sparplänen mit den für diese typischen langen Planungshorizonten. Die Länge des Planungshorizontes kann bei der Bestimmung und gegebenenfalls der Approximation der Endvermögensverteilung von Bedeutung sein. Wir konzentrieren uns hier auf die erstgenannte Anwendung mit eher kurzen Planungshorizonten.

[20] Vgl. *Bacon/Williams* (1993), S. 64.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ein deutlich abweichendes Bild ergibt sich, wenn neben der Einmalanlage auch eine risikofreie Anlage zugelassen wird, wie in den Untersuchungen von *Rozeff* (1994), *Thorley* (1994), *Ebertz/Scherer* (1998) und *Langer/Nauhauser* (2002, 2003). Sie alle zeigen empirisch oder anhand von Simulationen, daß sich in diesem Fall regelmäßig Portfolios bilden lassen, welche die CA-Strategie in bezug auf Erwartungswert und Varianz dominieren.[21] Diese Ergebnisse wurden auch von *Milevsky/Posner* (1999) im zeitkontinuierlichen Grenzfall des CA bestätigt. Die Autoren folgern daraus unisono, daß CA-Strategien grundsätzlich abzulehnen seien. So spricht *Thorley* von einer „logical fallacy"[22], nach *Ebertz/Scherer* erweist sie sich „unter den üblichen portfoliotheoretischen Annahmen als haltlos"[23], und *Langer/Nauhauser* stellen fest, daß „das Durchschnittskosten-Argument keine praktische Relevanz besitzt und dessen vermeintliche Wirkung auf einem Denkfehler beruht."[24]

Diese Schlußfolgerungen stützen sich jedoch auf ein enges Annahmenbündel. Insbesondere erweist sich das Erwartungswert-Varianz-Kriterium im Kontext einer geometrischen Brownschen Preisdynamik als problematisch, wie zu zeigen sein wird. So kommen *Albrecht* et al. nach der Analyse von Shortfall-Risiken zu einer differenzierteren Einschätzung: Sowohl die These einer generellen Überlegenheit des CA als auch die Gegenthese der Überlegenheit der Einmalanlage sei „nicht generell valide."[25] Auch *Abeysekera/Rosenbloom* äußern sich auf der Basis von durch Simulation bestimmten Endwertverteilungen zurückhaltend: „the probability estimates of relative advantage of one strategy over the other can be of great assistence to the investor at the time of investment. This approach enables investors to incorporate their own expectations into the model."[26] Diese Einschätzungen basieren jedoch nur auf dem Vergleich zwischen CA und Einmalanlage. *Knight/Mandell* betrachten Nutzenfunktionen mit konstanter relativer Risikoaversion[27] mit dem Ergebnis: „Optimal rebalancing and Buy and Hold strategies convincingly outperform Dollar Cost Averaging ...".[28]

---

[21] Dies erfolgt durch die Konstruktion von Portfolios, die entweder den gleichen Erwartungswert oder die gleiche Varianz aufweisen wie die konkurrierende CA-Strategie. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, daß die Sharpe-Ratio der Einmalanlage größer als die der CA-Strategien ist. *Milevsky/Posner* (1999) zeigen dagegen, daß dies für eine statische Strategie nur für typische Parameterwerte zutrifft.

[22] Vgl. *Thorley* (1994), S. 138.

[23] Vgl. *Ebertz/Scherer* (1998), S. 86.

[24] Vgl. *Langer/Nauhauser* (2003), S. 1.

[25] Vgl. *Albrecht et al.* (2002), S. 13, und *Albrecht et al.* (2003), S. 13.

[26] Vgl. *Abeysekera/Rosenbloom* (2000), S. 94.

[27] CRRA-Nutzenfunktion $U(W) = W^{\gamma} / \gamma$.

[28] Vgl. *Knight/Mandell* (1993), S. 60.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zusammenfassend kann man feststellen, daß die wissenschaftliche Literatur die Eigenschaften von CA-Strategien regelmäßig ausgehend von den folgenden *Standardannahmen* untersucht:

1. Es wird eine geometrische Brownsche Preisdynamik für die riskante Anlageform und ein konstanter risikofreier Zinssatz angenommen.
2. CA-Strategien werden mit einer riskanten Einmalanlage, gegebenenfalls auch unter Berücksichtigung einer zusätzlichen risikofreien Anlagemöglichkeit verglichen.
3. Die Zielvorstellungen der Anleger werden durch Präferenzfunktionen über der Endwertverteilung der Anlage für einen gegebenen Anlagehorizont modelliert.

Bedingt durch unterschiedliche, spezielle Annahmen über die Präferenzfunktionen ergeben sich unterschiedliche Bewertungen.

Um zu einer allgemeiner gültigen Einschätzung zu gelangen, ist es wünschenswert, möglichst wenig einschränkende Annahmen über die Präferenzfunktionen zu machen, zugleich aber die übrigen Standardannahmen beizubehalten, um die Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu sichern.

D. Untersuchungsdesign und weitere Vorgehensweise

Um eine weitgehende Allgemeingültigkeit der Ergebnisse zu erreichen, wird im folgenden nichts weiter über die Präferenzen der Investoren angenommen als Nichtsättigung und Risikoaversion; in diesem Sinne sprechen wir von risikoaversen Investoren. Diese Annahme ermöglicht einen Alternativenvergleich auf der Basis stochastischer Dominanz zweiter Ordnung. Die übrigen Standardannahmen werden beibehalten.

Konkret werde der Kurs S der riskanten Anlage durch eine geometrische Brownsche Bewegung beschrieben, die ausgehend von einem Anfangswert S_0 zum Anfangszeitpunkt $t = 0$ durch die stochastische Differentialgleichung $dS / S = \alpha \cdot dt + \sigma \cdot dz$ mit konstantem Drift- und Volatilitätsparameter α und σ und dem Wiener Differential dz gegeben sei. Über jedes Zeitintervall sind die relativen Kursänderungen damit lognormalverteilt.

Darüber hinaus sei eine risikolose Anlage mit dem Zinssatz r, $0 \leq r < \alpha$, bei kontinuierlichem Zinszuschlag verfügbar.[29]

[29] Vgl. *Lohmann* (1989), S. 37 ff., zum Zusammenhang zwischen zeitdiskretem und zeitstetigem Zinszuschlag.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ohne Beschränkung der Allgemeinheit wird die Anlage eines (normierten) Anfangsvermögens $W_0 = 1$ über einen Anlagezeitraum der Dauer T untersucht.

Die Anwendung stochastischer Dominanzprinzipien erfordert die Kenntnis der Verteilungen des Endvermögens W_T für die zu vergleichenden Alternativen. Daher behandelt der folgende Abschnitt zunächst die Endvermögensverteilungen für die Anlagealternativen I. riskante Einmalanlage, II. riskante Anlage in Verbindung mit risikofreier Anlage und III. CA. Die Formulierung erfolgt für den allgemeinen Fall des zeitdiskreten CA und umfaßt die in der Literatur dargestellten Spezialfälle.

E. Endvermögensverteilungen für die Strategiealternativen

I. Rein riskante Einmalanlage

Das Endvermögen bei rein riskanter Einmalanlage ergibt sich als Lösung der stochastischen Differentialgleichung für S zu

$$W_E = e^{(\alpha-\sigma^2/2)\cdot T+\sigma\cdot(z_T-z_0)}. \tag{1}$$

Das Endvermögen ist bekanntermaßen lognormalverteilt[30] mit der Verteilungsfunktion $\Lambda\left(W_E\middle|\widetilde{E}_E,\widetilde{V}_E\right)$ mit Erwartungswert und Varianz

$$E_E = e^{\widetilde{E}_E+\frac{1}{2}\widetilde{V}_E} = e^{\alpha\cdot T}, \tag{2}$$

$$V_E = e^{2\cdot\widetilde{E}_E+\widetilde{V}_E}\cdot\left(e^{\widetilde{V}_E}-1\right) = e^{2\cdot\alpha\cdot T}\cdot\left(e^{\sigma^2\cdot T}-1\right). \tag{3}$$

Die Größen $\widetilde{E}_E,\widetilde{V}_E$ bezeichnen Erwartungswert und Varianz der korrespondierenden Normalverteilung, also der entsprechenden log-Renditen. Es gilt:

$$\widetilde{E}_{E,r} = \log(E_E)-\tfrac{1}{2}\log\left(\frac{V_E}{E_E^2}+1\right) = \left(\alpha-\tfrac{1}{2}\sigma^2\right)\cdot T, \tag{4}$$

$$\widetilde{V}_E = \log\left(\frac{V_E}{E_E^2}+1\right) = \sigma^2\cdot T. \tag{5}$$

Die Varianz der log-Rendite wird offensichtlich nur vom Variationskoeffizienten der Endvermögensverteilung bestimmt.

[30] Ohne weiteren Zusatz ist stets die zweiparametrige Lognormalverteilung gemeint.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

II. Riskante Anlage in Verbindung mit risikofreier Anlage

Wird nur der Anteil $w > 0$ des Anfangsvermögens riskant und der verbleibende Anteil $1 - w$ risikofrei investiert,[31] ergibt sich das Endvermögen

$$W_w = w \cdot W_E + (1 - w) \cdot e^{r \cdot T} . \tag{6}$$

Durch den risikofrei angelegten Anteil ist die Wahrscheinlichkeit für ein geringeres Endvermögen als $(1 - w) \cdot e^{r \cdot T}$ gleich Null, die Endwertverteilung also *nicht* mehr lognormal. Die resultierende Verteilung $\Lambda_w\left(W_w \middle| \widetilde{E}_E, \widetilde{V}_E\right)$ läßt sich jedoch auf die Lognormalverteilung der riskanten Anlage zurückführen.[32] Es gilt:[33]

$$\Lambda_w\left(W_w \middle| \widetilde{E}_E, \widetilde{V}_E\right) = \Lambda\left(\frac{W_w - e^{r \cdot T}}{w} + e^{r \cdot T} \middle| \widetilde{E}_E, \widetilde{V}_E\right). \tag{7}$$

Erwartungswert und Varianz dieser Verteilung sind

$$E_w = w \cdot E_E + (1 - w) \cdot e^{r \cdot T} , \tag{8}$$

$$V_w = w^2 \cdot V_E . \tag{9}$$

III. Cost-Averaging

Beim Cost-Averaging wird das Anfangsvermögen in eine barwertgleiche, vorschüssige, konstante Rente mit der Rentenrate R transformiert. Bei n Rentenzahlungsterminen gilt unter Berücksichtigung des auf Eins normierten Anfangsvermögens

$$R = 1 / a(n,r) \quad \text{mit} \quad a(n,r) = \sum_{j=0}^{n-1} e^{-r \cdot \frac{j \cdot T}{n}} , \tag{10}$$

wobei $a(n,r)$ den vorschüssigen Rentenbarwert zur Terminzahl n und zu dem Zinssatz r bei kontinuierlichem Zinszuschlag bezeichnet.[34] Bei riskanter Anlage des Rentenzahlungsstromes ergibt sich das Endvermögen

---

[31] Die Annahme $w > 0$ schließt nur Leerverkäufe der riskanten Anlage aus, nicht aber Kreditaufnahme.

[32] Es handelt sich um eine sogenannte dreiparametrige Lognormalverteilung. Diese Eigenschaft werden wir jedoch nicht unmittelbar benötigen.

[33] Vgl. für eine Darstellung unabhängig vom speziellen Verteilungstyp etwa *Levy/Kroll* (1976), S. 747.

[34] Offensichtlich ist die riskante Einmalanlage für $n = 1$ ein Spezialfall der CA-Strategien. Dennoch ist es hilfreich, zwischen Einmalanlage und CA-Strategien begriff-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$W_{CA} = R \cdot \sum_{j=0}^{n-1} e^{(\alpha-\sigma^2/2)\cdot T\cdot\frac{n-j}{n}+\sigma\cdot(z_T - z_{\frac{j\cdot T}{n}})} \tag{11}$$

Es setzt sich zusammen aus den Werten, die durch die Anlage jeder einzelnen Rentenrate bis zum Ende des Planungshorizontes realisiert werden. Jeder dieser Werte ist lognormalverteilt, nicht aber die Summe und damit das mit der CA-Strategie erzielte Endvermögen, da Summen lognormalverteilter Zufallsvariablen bekanntlich nicht lognormalverteilt sind. Darüber hinaus ist für die Verteilung von Summen von lognormalverteilten Zufallsvariablen auch keine einfach handhabbare analytische Darstellung bekannt. Dieses Problem werden wir weiter unten durch eine geeignete Approximation lösen.

Erwartungswert und Varianz des Endvermögens lassen sich dagegen leicht analytisch angeben. Man erhält:

$$E_{CA} = e^{\alpha\cdot T}\cdot R\cdot a(n,\alpha)\,, \tag{12}$$

$$V_{CA} = R^2\cdot\left(\sum_{j=0}^{n-1} V_{E,j} + 2\cdot\sum_{j=0}^{n-1}\sum_{k=j+1}^{n-1} e^{\alpha\cdot\frac{T\cdot(k-j)}{n}}\cdot V_{E,k}\right), \tag{13}$$

wobei $V_{E,j}$ die Varianz des Endvermögens bei riskanter Einmalanlage von Eins über $n-j$ Rentenperioden bezeichnet:

$$V_{E,j} = e^{2\cdot\alpha\cdot T\cdot\frac{n-j}{n}}\cdot\left(e^{\sigma^2\cdot T\cdot\frac{n-j}{n}} - 1\right). \tag{14}$$

Für die weiteren Überlegungen zur stochastischen Dominanz ist die Kenntnis der Verteilung des Endvermögens beim CA von zentraler Bedeutung.[35] Da eine analytische, handhabbare Darstellung dieser Verteilung nicht bekannt ist, ist es erforderlich, auf Approximationen zurückzugreifen. Diese können numerisch oder analytisch gewonnen werden. Aufgrund der sehr begrenzten Verallgemeinerbarkeit numerischer Resultate wird hier der analytische Weg verfolgt. In der

---

lich zu unterscheiden, da es zum einen um die Frage der Vorteilhaftigkeit einer gegenüber der Einmalanlage zeitverzögerten Anlage durch CA geht, zum anderen diese Unterscheidung in der Literatur üblich ist. Im folgenden wird daher bei Vergleichen $n > 1$ angenommen. Für eine Darstellung der Rentenbarwertfaktoren bei zeitdiskretem Zinszuschlag, vgl. *Lohmann* (1989), S. 57 ff.

[35] Wird nur ein Teil des anfänglichen Vermögens via CA riskant investiert, der Rest dagegen risikofrei angelegt, kann man analog zur nur teilweisen Anlage in die riskante Anlageform entsprechende Ausdrücke für die Verteilungsfunktion des Endvermögens sowie Erwartungswert und Varianz dieser Verteilung finden. Diese werden im folgenden jedoch nicht benötigt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Literatur finden sich verschiedene analytische Approximationen. Dabei wurde belegt, daß sich die Verteilung von Summen lognormalverteilter Variablen oft sehr gut durch eine Lognormalverteilung approximieren läßt, deren Momente mit den Momenten der exakten Verteilung übereinstimmen. Diese Approximation erweist sich in dem hier interessierenden Kontext als geeignet, und hat für die weitere Analyse zwei wesentliche Vorteile: Erstens können die analytisch exakt bekannten Momente genutzt werden, und zweitens verbleibt man durch die Approximation in der Klasse der gut untersuchten Lognormalverteilungen.

Bei der Beurteilung der Approximationsgüte sind zwei Aspekte von besonderem Interesse. Erstens kann nach der Güte der Approximation innerhalb der interessierenden Parameterbereiche aus rein mathematischer Perspektive gefragt werden, wenn man annimmt, daß das Modell des geometrischen Brownschen Prozesses die reale Preisentwicklung der riskanten Anlage fehlerfrei abbildet. Zweitens kann man nach der Güte aus ökonomisch-empirischer Sicht fragen, wobei es darauf ankommt, ob die als Approximation gewählte Lognormalverteilung die empirisch gefundene Endvermögensverteilung beim CA besser oder schlechter als die Endvermögensverteilung der zugrunde liegenden riskanten Anlage approximiert. Eine Reihe von Untersuchungen zeigen, daß die gewählte Approximation zumindest für typische Volatilitäten von Aktien und Indizes sowie Planungshorizonte in der Größenordnung typischer Optionslaufzeiten in beiderlei Hinsicht gute Resultate liefert.[36]

Für die weiteren Untersuchungen *nehmen* wir daher *an*, daß die Verteilung des Endvermögens auch für CA-Strategien hinreichend genau durch eine momentangepaßte Lognormalverteilung beschrieben werden kann.

F. Stochastische Dominanzrelationen für risikoaverse Anleger

I. Definitionen und Grundlagen

Eine stochastische Dominanz einer Zufallsvariablen gegenüber einer anderen liegt definitionsgemäß vor, wenn alle Individuen mit einer beliebigen (Bernoulli-)Nutzenfunktion U aus einer gegebenen Klasse von Nutzenfunktionen die erste Zufallsvariable gegenüber der zweiten vorziehen. Stochastische Dominanzrelationen werden daher stets in bezug auf eine gegebene Klasse von Nutzenfunktionen definiert. Für die Modellierung von Anlegerpräferenzen sind hier

[36] Vgl. beispielsweise *Evnine/Rudd* (1985); *Levy* (1992) und *Vanduffel et al.* (2004) für Approximationen in verschiedenen Anwendungen. Detaillierte Untersuchungen im Kontext von CA oder Sparplänen sind dem Verfasser jedoch nicht bekannt. Wenn auch einige eigene Untersuchungen des Verfassers die Brauchbarkeit der gewählten Approximation stützen, sind (ihm) keine allgemeinen Aussagen über Genauigkeit und Anwendungsbereich bekannt. Hier besteht noch Forschungsbedarf.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die Annahmen der Nichtsättigung und der Risikoaversion von Interesse, also die Klasse der durch $U' > 0$ und $U'' < 0$ charakterisierten Nutzenfunktionen, denen die stochastische Dominanz zweiter Ordnung (kurz SSD für *S*econd degree *S*tochastic *D*ominance) entspricht.

Eine Verteilung F dominiert eine Verteilung G im Sinne von SSD, kurz $F \succ_{SSD} G$, bekanntlich genau dann, wenn

$$\int_{-\infty}^{x} G(y) - F(y)dy \geq 0 \quad \forall\, x\,. \tag{15}$$

Ein äquivalentes, numerisch meist leichter zu prüfendes Kriterium ist

$$\int_{0}^{p} Q_F(y) - Q_G(y)dy \geq 0 \quad \forall\, p \in [0,1]\,, \tag{16}$$

wobei $Q_F(p), Q_G(p)$ die p-Quantile der jeweiligen Verteilung bezeichnen.[37] Bei beiden Kriterien muß die Ungleichung für mindestens einen Wert der Variablen streng erfüllt sein.

Ein notwendiges Kriterium für $F \succ_{SSD} G$ basiert auf den Erwartungswerten E_F, E_G der Verteilungen F, G. Bekanntlich gilt

$$F \succ_{SSD} G \Rightarrow E_F \geq E_G\,. \tag{17}$$

Bisher wurden nur einzelne riskante Alternativen F, G miteinander verglichen. Im weiteren seien F und G die Verteilungen für die Werte der Endvermögen W_F und W_G, welche bei Anlage von Eins mit der jeweiligen riskanten Alternative realisiert werden können. Steht darüber hinaus eine risikofreie Anlage zur Verfügung, dann sind in Abhängigkeit von dem in der jeweiligen Alternative riskant angelegten Anteil des Anfangsvermögens w die Endvermögenswerte $W_{w,F}$ und $W_{w,G}$ mit den Verteilungen F_w und G_w realisierbar.[38] Durch Variation von $w > 0$ kann auf diese Weise ein Kontinuum von Portfolios gebildet werden. Die Mengen der damit realisierbaren Verteilungen seien mit $\{F_w\}$ und $\{G_w\}$ bezeichnet. Es ist nun durchaus möglich, daß, obwohl zwischen F und G keine stochastische Dominanzrelation besteht, doch eine Kombination von F oder G mit der risikofreien Anlage gefunden werden kann, die alle möglichen Kombinationen der jeweils anderen Anlage mit der risikofreien Anlage stochastisch dominiert. Dies ermöglicht die Definition von stochastischen Dominanzen beliebiger Ordnung *mit einer risikofreien Anlage*. Eine Verteilung F dominiert demnach eine Verteilung G stochastisch mit risi-

---

[37] Vgl. *Levy/Kroll* (1976), S. 563.

[38] Es gilt $W_{w,F} = w \cdot W_F + (1-w) \cdot e^{r \cdot T}$ mit $F_w(X) = F((X - e^{r \cdot T})/w + e^{r \cdot T})$. Für $W_{w,G}$ und $G_w(X)$ gelten analoge Gleichungen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kofreier Anlage (kurz SDR für *S*tochastic *D*ominance with *R*iskless asset), wenn ein $F_w \cdot \in \{F_w\}$ existiert, so daß für alle $G_w \in \{G_w\}$ gilt: $F_w \cdot \succ G_w$. Die SDR-Relationen hängen nicht nur von den Ausgangsverteilungen F und G ab, sondern auch von der Höhe des risikofreien Zinssatzes. Die Ordnung der stochastischen Dominanz mit risikofreier Anlage entspricht dem Grad der Dominanzrelation $F_w \cdot \succ G_w$; gilt etwa $F_w \cdot \succ_{SSD} G_w$, ist $F \succ_{SSDR} G$. Für die stochastische Dominanz zweiter Ordnung kann man zeigen, daß

$$F \succ_{SSDR} G \Leftrightarrow F_w \cdot \succ_{SSD} G \tag{18}$$

gilt, was die Prüfung vielfach erleichtert.[39]

II. Rein riskante Einmalanlage versus CA

Satz 1: Es gibt keine stochastischen Dominanzbeziehungen zweiter Ordnung zwischen den Strategiealternativen rein riskante Einmalanlage und CA.

Beweis: Der Beweis stützt sich auf folgenden Satz:[40] Seien F, G zwei verschiedene Lognormalverteilungen. Dann gilt $F \succ_{SSD} G \Leftrightarrow E_F \geq E_G$ und $C_F \leq C_G$, wobei mindestens eine Ungleichung strikt erfüllt sein muß und $C \equiv \sqrt{V} / E$ den Variationskoeffizienten der jeweiligen Verteilung bezeichnet. Die klassische Erwartungswert-Varianz-Regel muß also durch eine Erwartungswert-Variationskoeffizient-Regel ersetzt werden. Nun gilt nach Gleichung (12)

$$E_{CA} = E_E \cdot a(n,\alpha) / a(n,r) < E_E, \tag{19}$$

da annahmegemäß $0 \leq r < \alpha$ ist. Weiter läßt sich die Varianz des Endvermögens bei CA ausgehend von Gleichung (14) nach oben abschätzen:

$$V_{E,j} = e^{2\cdot\alpha\cdot T\cdot\frac{n-j}{n}} \cdot \left(e^{\sigma^2\cdot T\cdot\frac{n-j}{n}} - 1 \right) \leq e^{2\cdot\alpha\cdot T\cdot\frac{-j}{n}} \cdot e^{2\cdot\alpha\cdot T\cdot} \cdot \left(e^{\sigma^2\cdot T\cdot} - 1 \right) = e^{2\cdot\alpha\cdot T\cdot\frac{-j}{n}} \cdot V_E. \tag{20}$$

Von der Abschätzung ist nur der von σ abhängige Term betroffen. In Verbindung mit Gleichung (13) folgt

$$\begin{aligned} V_{CA} &< R^2 \cdot V_E \cdot \left(\sum_{j=0}^{n-1} e^{2\cdot\alpha\cdot T\cdot\frac{-j}{n}} + 2 \cdot \sum_{j=0}^{n-1} \sum_{k=j+1}^{n-1} e^{\alpha\cdot\frac{T\cdot(k-j)}{n}} \cdot e^{2\cdot\alpha\cdot T\cdot\frac{-k}{n}} \right) \\ &= R^2 \cdot V_E \cdot \left(\sum_{j=0}^{n-1} e^{2\cdot\alpha\cdot T\cdot\frac{-j}{n}} + 2 \cdot \sum_{j=0}^{n-1} \sum_{k=j+1}^{n-1} e^{\alpha\cdot T\cdot\frac{-(j+k)}{n}} \right) \end{aligned} \tag{21}$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$= R^2 \cdot V_E \cdot \left(\sum_{j=0}^{n-1} e^{\alpha \cdot T \cdot \frac{-j}{n}} \right)^2$$

$$= V_E \cdot \left(\frac{a(n,\alpha)}{a(n,r)} \right)^2 ,$$

so daß $V_{CA} < V_E$ gilt, da nach Voraussetzung $0 \leq r < \alpha$ ist. Für den Variationskoeffizienten folgt[41]

$$C_{CA} = \frac{\sqrt{V_{CA}}}{E_{CA}} < \frac{\sqrt{V_E}}{E_E} = C_E \,. \tag{22}$$

Die Bedingungen des Satzes sind somit für keine Parameterkonstellation erfüllt. Daraus folgt die Behauptung.

Satz 1 zeigt, daß es für risikoaverse Anleger unter Standardannahmen grundsätzlich nicht möglich ist, eine der beiden Alternativen Einmalanlage oder CA allgemein, das heißt ohne Bezug zu speziellen Nutzenfunktionen, begründet als besser oder schlechter zu qualifizieren. Beide Alternativen sind damit im SSD-Sinne effizient.

Darüber hinaus zeigt die Beweisführung, daß Untersuchungen auf der Basis von Erwartungswert und Varianz der Endvermögensverteilung grundsätzlich nicht geeignet sind, unter Standardannahmen allgemeine Aussagen über die Vorteilhaftigkeit einer der beiden Strategien begründet abzuleiten. Das bisher in der Literatur dokumentierte Ergebnis, daß eine Dominanz auf der Basis dieser Parameter nicht vorliegt, erlaubt daher keinen begründeten Schluß auf andere Nutzenfunktionen. Das hier abgeleitete Theorem zwingt daher zu einer differenzierten Betrachtung und stützt in diesem Sinne die Einschätzung von *Albrecht* et al. (2002, 2003).

III. Riskante Einmalanlage mit risikofreier Anlage versus CA

Satz 2: Es gibt keine CA-Strategie, die eine (beliebige) gegebene statische Strategie im SSDR-Sinne dominiert.

Beweis: Offensichtlich gibt es ein Kontinuum von Kombinationen von riskanter Einmalanlage und risikofreier Anlage. Die Behauptung, daß es zu keiner dieser Kombinationen eine dominante CA-Strategie gibt, erfordert daher ein

---

[39] Vgl. *Levy/Kroll* (1978), S. 561.

[40] Vgl. *Levy* (1991), S. 746.

[41] Der Variationskoeffizient und damit auch die Varianz der log-Rendite sind beim CA unabhängig vom Zinssatz.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

effizientes Kriterium zur Prüfung auf SSDR. Mit Hilfe des folgenden Satzes reduziert sich diese Prüfung auf einen einfachen Vergleich der Verteilung bei rein riskanter Einmalanlage mit der bei CA. Es gilt:[42] Seien F, G zwei verschiedene Lognormalverteilungen. Dann gilt $F \succ_{SSDR} G$ genau dann wenn entweder $F \succ_{SSD} G$ oder $\widetilde{S}_F \geq \widetilde{S}_G \wedge P_0 < P_1$ gilt, wobei $\widetilde{S}_F, \widetilde{S}_G$ die jeweiligen Standardabweichungen des natürlichen Logarithmus der Zufallsvariablen bezeichnen und P_0, P_1 durch die folgenden Gleichungen definiert sind:

$$\int_0^{P_0} \exp\left(\widetilde{E}_F + Q_N(p) \cdot \widetilde{S}_F\right) dp = \exp(r \cdot T) \cdot P_0 , \tag{23}$$

$$\int_0^{P_1} \exp\left(\widetilde{E}_G + Q_N(p) \cdot \widetilde{S}_G\right) dp = \exp(r \cdot T) \cdot P_1 . \tag{24}$$

In diesen Gleichungen bezeichnet $Q_N(p)$ das p-Quantil der Standardnormalverteilung.

Nun identifizieren wir F mit der Endvermögensverteilung bei einer beliebigen CA-Strategie und G mit der Endvermögensverteilung bei rein riskanter Einmalanlage. Nach Satz 1 ist die erste der beiden Bedingungen, $F \succ_{SSD} G$, nie erfüllt. Gleichung (5) zeigt in Verbindung mit Relation (22), daß darüber hinaus stets $\widetilde{S}_F < \widetilde{S}_G$ gilt, so daß auch die zweite Bedingung nie erfüllt sein kann. Daraus folgt die Behauptung.

Die Umkehrung dieses Satzes gilt dagegen *nicht*. Die Behauptung, daß CA eine grundsätzlich von statischen Strategien dominierbare Strategie sei, ist daher im Sinne stochastischer Dominanz zweiter Ordnung falsch. Um dies zu zeigen, genügt ein Gegenbeispiel. Sei beispielsweise $\alpha = 11\%$, $\sigma = 35\%$, $r = 8\%$, $T = 1$, und $n = 12$. Identifizieren wir nun F mit der Endvermögensverteilung bei rein riskanter Einmalanlage und G mit der Endvermögensverteilung bei einer beliebigen CA-Strategie, finden wir $E_F = 1{,}11628$ $\widetilde{S}_F = 35\%$, $E_G = 1{,}10129$, $\widetilde{S}_G = 21{,}8241\%$, $P_0 = 97{,}4915\%$ und $P_1 = 97{,}4671\%$.[43] Es gibt also keine statische Strategie, die diese CA-Strategie dominiert. CA-Strategien *können* daher effizient sein, wenn dies auch nicht notwendig der Fall ist.

In der Literatur werden regelmäßig die statischen Strategien, die entweder den gleichen Erwartungswert oder die gleiche Varianz des Endvermögens wie eine gegebene CA-Strategie aufweisen, betrachtet. Dabei zeigt sich in der Regel die Dominanz der beiden statischen Strategien gegenüber der CA-Strategie auf der Basis dieser Momente, woraus die Autoren regelmäßig auf die Vorteilhaf-

[42] Vgl. *Levy/Kroll* (1980), S. 201.

[43] Die Zahlen sind auf die jeweils angegebene Stellenzahl gerundet angegeben. In Rechnungen, in denen sie benötigt werden, wurde dagegen mit höherer Genauigkeit gerechnet.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tigkeit der statischen Strategien schließen. Dieser Schluß ist problematisch, da er nur unter sehr speziellen Annahmen entscheidungstheoretisch fundiert ist. Ein Schluß auf Vorteilhaftigkeit im Sinne einer stochastischen Dominanz zweiter Ordnung ist im allgemeinen unzulässig, wie das Beispiel ebenfalls zeigt. Sowohl die statische Strategie mit gleichem Erwartungswert wie die CA-Strategie ($w = 54{,}58\%$, $S_F = 21{,}99\%$, $S_G 24{,}32\%$ bei $E_F = E_G = 1{,}10129$) als auch die entsprechende Strategie mit gleicher Varianz ($w = 60{,}36\%$, $E_F = 1{,}1032$, $E_G = 1{,}1013\%$ bei $S_F = S_G = 24{,}32\%$) dominieren die CA-Strategie auf Basis dieser Momente, aber nicht im SSD-Sinne (eine solche statische Strategie existiert nicht).

Ob zu einer gegebenen CA-Strategie eine diese stochastisch dominierende statische Strategie existiert oder nicht, hängt von den Parametern ab. Wählt man bei sonst gleichen Parameterwerten wie oben $r = 7\%$, also einen geringfügig niedrigeren Zinssatz, existiert eine dominante statischen Strategie: Es ist $E_G = 1{,}09633$, $\widetilde{S}_G = 21{,}82\%$, $P_0 = 96{,}3807\%$ und $P_1 = 96{,}4051\%$, wogegen die übrigen Momente unverändert bleiben.

Die beiden in der Literatur regelmäßig betrachteten momentangepaßten Strategien dominieren die CA-Strategie jedoch auch in diesem Falle *nicht* im SSD-Sinne, obwohl beide dominant in bezug auf Erwartungswert und Varianz sind. Für die erwartungswertangepaßte Strategie erhält man $w = 54{,}42\%$, $S_F = 21{,}93\%$, $S_G = 24{,}21\%$ bei $E_F = E_G = 1{,}09633$, eine direkte Prüfung auf SSD mit der Relation (16) zeigt aber einen negativen Wert des Integrals (zum Beispiel -0.0000364536 für $p = 0{,}97$). Für die varianzangepaßte Strategie erhält man entsprechend $w = 60{,}09\%$, $E_F = 1{,}09881$, $E_G = 1{,}09633$ bei $S_F = S_G = 24{,}21\%$, eine direkte Prüfung auf SSD zeigt wieder einen negativen Wert des Integrals (zum Beispiel -0.000556315 für $p = 0{,}90$). Eine im SSD-Sinne dominante statische Strategie erhält man dagegen für $w = 57{,}50\%$ mit $E_F = 1{,}09768$ und $S_F = 23{,}17\%$. Momentangepaßte Strategien sind daher *nicht* allgemein gegenüber der CA-Strategie dominant, und unter Umständen liefert nur ein sehr kleines Intervall von Portfoliogewichten dominante Strategien.

Weitere numerische Betrachtungen zeigen, daß für typische Parameterkonstellationen meist eine statische Strategie existiert, die eine gegebene CA-Strategie dominiert. Wenn das der Fall ist, kann eine geeignete statische Strategie leicht mit den hier entwickelten Relationen gefunden werden. Falls das nicht der Fall ist, ist die CA-Strategie im SSD-Sinne effizient, und nur weiterführende Analysen können näheren Aufschluß über die ökonomische Relevanz dieser CA-Strategien geben. Zweifel an deren Relevanz sind angebracht. Keine statische Strategie wird von einer CA-Strategie dominiert. Darüber hinaus fordert stochastische Dominanz zweiten Grades die Dominanz einer Strategie für *alle* risikoaversen Anleger, also auch für solche mit extrem hoher oder niedriger Risikoaversion, und ist damit möglicherweise zu streng, wenn man eine Einschätzung nur für *empirisch relevante* Grade der Risikoaversion anstrebt. Die hier

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

vorgelegten Ergebnisse legen daher eine zurückhaltende, aber differenzierte Einschätzung des CA nahe.

G. Zusammenfassung und Ausblick

Die vorliegende Untersuchung basiert auf den Standardannahmen: Optimierung der Endvermögensverteilung, geometrische Brownsche Preisdynamik einer riskanten Anlageform und Verfügbarkeit einer risikofreien Anlageform mit konstantem nichtnegativem Zinssatz. Der Vergleich der Anlagealternativen rein riskante Einmalanlage, riskante Einmalanlage in Verbindung mit risikofreier Anlage und Cost-Averaging erfolgt auf der Basis stochastischer Dominanz zweiter Ordnung, setzt also nichts weiter voraus als risikoaverses Anlegerverhalten. Diese Methodik erlaubt im Unterschied zu früheren Untersuchungen analytisch fundierte Aussagen unabhängig von speziellen Präferenzfunktionen sowie für beliebig zusammengesetzte Alternativstrategien aus riskanter Einmalanlage und risikofreier Anlage.

Die Endvermögensverteilung beim Cost-Averaging ergibt sich als Summe lognormalverteilter Zufallsvariabler. Eine handhabbare analytische Darstellung dieser Verteilung ist nicht bekannt. Für die Analyse wurde daher eine momentangepaßte lognormale Approximation der Endvermögensverteilung vorgeschlagen, die den Vorzug bietet, sowohl auf die analytisch bekannten Momente der exakten Endvermögensverteilung als auch auf bekannte Resultate zu stochastischen Dominanzen zwischen Lognormalverteilungen zurückgreifen zu können. Auf der Basis dieser Approximation wurde bewiesen, daß 1. keine stochastischen Dominanzrelationen zwischen einer reinen Einmalanlage und Cost-Averaging existieren und 2. keine Cost-Averaging-Strategie existiert, die eine gegebene Kombination von riskanter Einmalanlage und risikofreier Anlage dominiert. Zugleich zeigte sich aber, daß die Umkehrung des zweiten Satzes *nicht* gilt.

Im ersten Fall sind Cost-Averaging-Strategien folglich immer effizient im Sinne stochastischer Dominanz zweiter Ordnung, im zweiten Fall *können* sie immerhin effizient sein, so daß auch in diesem Fall eine generelle Überlegenheit statischer Strategien, wie in der Literatur vielfach behauptet, nicht nachgewiesen werden kann. Mit den hier entwickelten Kriterien kann darüber hinaus in einer konkreten Entscheidungssituation leicht geprüft werden, ob eine stochastische Dominanz zweiter Ordnung besteht oder nicht. Es genügt ein einziger Vergleich, um zu einer definitiven Aussage für *alle* statischen Alternativstrategien zu gelangen.

Weiter zeigte sich, daß Untersuchungen auf Basis von Erwartungswert und Varianz der Endvermögensverteilung problematisch sind. Der Schluß von einer Dominanz statischer Strategien gegenüber einer Cost-Averaging-Strategie auf

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Basis dieser Momente ist nur unter sehr speziellen Annahmen verallgemeinerbar und jedenfalls im Gültigkeitsbereich der hier verwendeten lognormalen Approximation der Endvermögensverteilung entscheidungstheoretisch nicht fundiert und daher unzulässig.

Die Ableitung und damit der Gültigkeitsbereich dieser Aussagen basieren auf der lognormalen Approximation in Verbindung mit stochastischer Dominanz zweiter Ordnung. Es verbleibt damit die Forschungsaufgabe, zum einen den Gültigkeitsbereich dieser Approximation und eventuelle andere zielführende Approximationen näher zu erforschen, zum anderen die Analyse stochastischer Dominanzbeziehungen voranzutreiben, um zu einer klaren Einschätzung des Cost-Averaging zu gelangen. Dabei bleibt insbesondere der Einfluß des Anlagehorizontes zu untersuchen.

Insgesamt geben die hier vorgelegten Ergebnisse Anlaß zu einer zurückhaltenden Einschätzung des Cost-Averaging, zwingen aber zu einer differenzierten Betrachtung.

Literaturverzeichnis

Abeysekera, S. P. / *Rosenbloom*, E. S. (2000): A Simulation Model for Deciding Between Lump-Sum and Dollar-Cost Averaging. „Journal of Financial Planning", June, S. 86-96.

Albrecht, P. et al. (2002): Cost Average-Effekt: Fakt oder Mythos? Mannheimer Manuskripte zu Risikotheorie, Portfolio Management und Versicherungswirtschaft, Nr. 140, Universitat Mannheim.

– (2003): Langfristiger Sparplan versus Einmalanlage: Probable Minimum Wealth und Shortfallrisiken. Mannheimer Manuskripte zu Risikotheorie, Portfolio Management und Versicherungswirtschaft, Nr. 144, Universität Mannheim.

Bacon, P. W. / *Williams*, R. E. (1993): Lump Sum beats Dollar-Cost Averaging. „Journal of Financial Planning", April, S. 64-67.

Bacon, P. W. / *Williams*, R. E. / *Ainina*, M. F. (1997): Does Dollar-Cost Averaging Work for Bonds? „Journal of Financial Planning", June, S. 78-80.

Constantinides, G. M. (1979): A Note on the Suboptimality of Dollar-Cost Averaging as an Investment Policy. „Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 14 (2), S. 443-450.

DWS (2004): Der Cost-Average-Effekt. DWS Investment, Deutsche Bank Gruppe. http://www.dws.de.

Ebertz, T. / *Scherer*, B. (1998): Cost Averaging: Fakt oder Fiktion? „Die Bank", S. 84-87.

Evnine, J. / *Rudd*, A. (1985): Index options: The early evidence. „Journal of Finance", Vol. 40, S. 743-755.

Frühwirth, M. (2002): Sparpläne und Cost-Averaging – Ein Vergleich zwischen Einmalzahlung, statischem Sparplan und dynamischem Sparplan. Arbeitspapier, Wirtschaftsuniversität Wien.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hofmann, B. et al. (2004): Der Cost Average Effekt in der Anlageberatung – Einsatzmöglichkeiten und Grenzen sowie deren mathematische Hintergründe. In diesem Band.

Knight, J. R. / *Mandell*, L. (1993): Nobody gains from Dollar Cost Averaging – Analytical, numerical and empirical results. „Financial Services Review", Vol. 2 (1), S. 51-61.

Langer, T. / *Nauhauser*, N. (2002): Zur Bedeutung von Cost-Average-Effekten bei Einzahlungsplänen und Portefeuilleumschichtungen. Working Paper No. 02-50, Sonderforschungsbereich 504, Universität Mannheim.

– (2003): Gibt es einen Cost-Average- Effekt? Working Paper, Universität Mannheim.

Levy, E. (1992): Pricing European average rate options. „Journal of International Money and Finance", Vol. 11, S. 474-491.

Levy, H. (1991): The Mean-Coefficient-of-Variation Rule: The Lognormal Case. „Management Science", Vol. 37 (6), S. 745-747.

Levy, H. / *Kroll*, Y. (1976): Stochastic Dominance with Riskless Assets. „Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 11 (5), S. 743-777.

– (1978): Ordering Uncertain Options with Borrowing and Lending. „Journal of Finance", Vol. 33, S. 552-573.

– (1980): Stochastic Dominance: A Review and some new Evidence. „Research in Finance", Vol. 2, S. 163-227.

Lohmann, K. (1978): Zur Theorie der Planung optimaler Wertpapieranlagen von Geschäftsbanken. In: Bankbetriebliches Lesebuch. Hrsg. v. H.-D. Deppe, Stuttgart, S. 429-452.

– (1989): Finanzmathematische Wertpapieranalyse. 2. Aufl., Göttingen.

– (1995): Stochastische Modelle zur Bewertung künftiger Zahlungsleistungen in betriebswirtschaftlicher Sicht. Göttingen.

Lohmann, K. / *Enke*, M. (1995): Verbraucherschutz bei Finanzdienstleistungen am Beispiel von Ratenkrediten. Freiberger Arbeitspapiere, o. Jg., Heft 6.

Milevsky, M. A. / *Posner*, S. E. (1999): A Continuous-Time Re-examination of the Inefficiency of Dollar-Cost Averaging. Working Paper, SSBFIN-9901.

Rozeff, M. S. (1994): Lump–Sum Investing versus Dollar-Averaging. „The Journal of Portfolio Management", Winter, S. 45-50.

Samuelson, P. A. (1997): Proof by Certainty Equivalents that Diversification-Across-Time does worse, risk corrected, than Diversification-Throughout-Time. „Journal of Risk and Uncertainty", Vol. 14, S. 129-142.

Stephan, T. G. / *Telöken*, K. (1997): Sparplan versus Einmalanlage: Der Cost-Average-Effekt. „Die Bank", S. 616-619.

Thorley, S. (1994): The Fallacy of Dollar Cost Averaging. „Financial Practice & Education", Fall/Winter, S. 138-143.

Vanduffel, S. / *Hoedemakers*, T. / *Dhaene*, J. (2004): Comparing approximations for risk measures of sums of non-independent lognormal random variables, Working Paper, to appear.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tobins Q, strategische Investitionen und Vergütungsanreize: Eine empirische Analyse US-gelisteter Halbleiterunternehmen

Von Olaf Ehrhardt[1]

A. Innovation, Produktmarkt und Managemententscheidung

Innovationen in Produkten, Märkten oder Technologien können von Unternehmen nur unvollkommen antizipiert werden (Schumpeter 1934, 1950). Vor diesem Hintergrund müssen Manager Entscheidungen treffen, die den Fortbestand des Unternehmens langfristig durch Verbesserung oder Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit im jeweiligen Produktmarkt sichern.

Alchian (1950) argumentiert in seinem heute zu den Klassikern zählenden Aufsatz, daß die Managementqualität keinen systematischen Einfluß auf die Unternehmensperformance haben kann. Unter den Bedingungen von Unsicherheit und unvollständiger Information, so das Argument von Alchian (1950), spiele Glück eine signifikante Rolle und entscheide letztendlich darüber, ob Unternehmen im Produktmarktwettbewerb überleben oder nicht. Damit hat er einen Perspektivenwechsel vom alleinigen Fokus des individuellen Handelns von Managern auf Umweltbedingungen vollzogen und damit den Grundstein zur Entwicklung evolutionstheoretischer Organisationstheorien geliefert.

Spätere Arbeiten von Lippman/Rumelt (1982) und Barney (1986) unterscheiden zwischen den durch Managementaktivitäten reduzierbaren Unsicherheiten und solchen, die auch bei größten Anstrengungen und Arbeitseinsatz nicht zu reduzieren sind. Somit beeinflussen sowohl Glück als auch Managementfähigkeiten die Unternehmensperformance, eine Sichtweise, die zum einen den überschätzten Einfluß von Managern und Managemententscheidungen auf die Unternehmensperformance in traditionellen Ansätzen der Management- und Organisationslehre korrigiert und die zum anderen die Überlegung von Alchian

[1] Die Studie entstand in Zusammenarbeit mit der Aios Corporate Finance GmbH, Berlin, die die Studie finanziell und organisatorisch unterstützte. Insbesondere danke ich Herrn Dipl.-Kfm. *Philipp von Thomsen*, Senior Consultant bei Aios Corporate Finance, für die umfangreiche Unterstützung bei der Durchführung der Studie.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(1950) in einer Weise weiterentwickelt, daß sie dem allgemeinen Erfahrungshorizont individuellen Handelns entspricht.

Der vorliegende Beitrag geht der Frage nach, ob es dem Management in einem volatilen und innovativen Produktmarkt gelingt, mit strategischen Entscheidungen den Marktwert von Unternehmen positiv zu beeinflussen. Hierzu wird auf Basis aggregierter Jahresabschlußdaten von Unternehmen aus der Halbleiterbranche der Einfluß von Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten, des Erwerbs externen Know-hows, von Investitionen in die Fertigungstechnologie und von Vergütungsanreizen auf den Unternehmenswert analysiert.

Im nachfolgenden Abschnitt B. wird der Halbleitermarkt skizziert. Abschnitt C. beschreibt das Untersuchungsdesign, definiert die Proxy-Variablen, enthält die Ergebnisse der empirischen Analyse und leitet aus den Ergebnissen Handlungsempfehlungen für das Management zur Erhöhung des Unternehmenswertes ab. Abschnitt D. faßt die Ergebnisse zusammen.

B. Halbleiterbranche

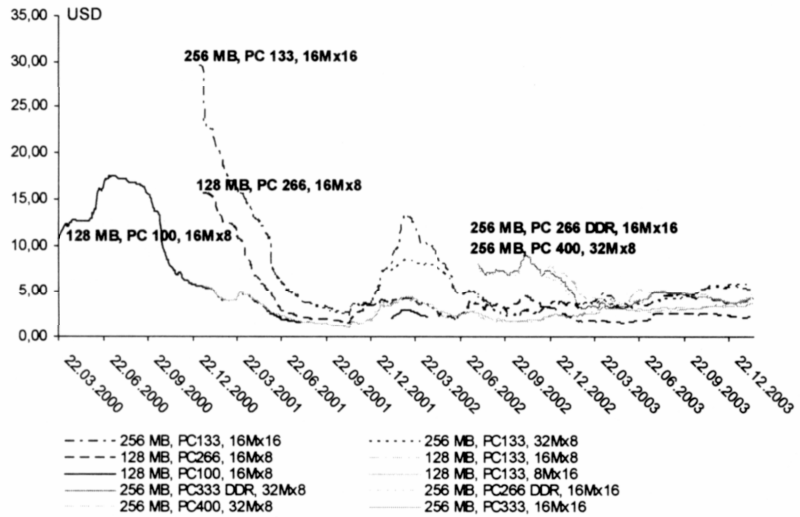
Im Halbleitermarkt sind Phasen eines extensiven Preis- und Produktwettbewerbes zu beobachten, in denen die Kapazität zur Entwicklung neuer Technologien von zentraler Bedeutung ist. Der Wettbewerb fokussiert sich dabei häufig auf den Zeitpunkt der Einführung eines neuen Produktes, da nur in dieser Phase Preisprämien erzielbar sind und ein starker Preisverfall innerhalb der Lebenszyklusphase eines Produktes für den Halbleitermarkt charakteristisch ist.[2] Abbildung 1 zeigt die Preisentwicklung für die Einführung neuer Speicherchips im Zeitraum von 2000 bis 2003. Die Abbildung zeigt deutlich, daß hohe Preisprämien nur bei der Einführung der ersten 256 Megabyte-Speicherchip-Generation erzielbar waren. Die Einführung weiterentwickelter Speicherchips der gleichen Generation führte zu wesentlich niedrigeren Preisprämien.

Der Halbleitermarkt ist jedoch nicht als ein homogener Produktmarkt zu verstehen, sondern als Sammelbegriff einzelner (Teil-)Produktmärkte mit zum Teil sehr unterschiedlichen Charakteristika. So weist beispielsweise der Speichermarkt als Massengeschäft und der von Intel beherrschte Mikroprozessormarkt eine hohe Korrelation zum Computermarkt auf. Der Chipkartenmarkt ist hingegen eher als Projektgeschäft zu charakterisieren. Auch die Wachstumsraten sind in den einzelnen Teilmärkten unterschiedlich. Während der Absatz von Bauelementen für die Automobilindustrie (zum Teil bedingt durch den serienmäßigen Einsatz neuer Sicherheitstechnologien) in den letzten Jahren stieg, stagnierte in

[2] *West* (2000).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

den entwickelten Industrieländern der Bedarf nach Bauelementen für den Kommunikationsmarkt (Netzwerke, Mobilfunkgeräte).



Quelle: Bloomberg

Abbildung 1: Entwicklung der DRAM-Preise 2000-2003

Eine präzise Beurteilung strategischer Entscheidungen mit quantitativen Verfahren der Investitionsrechnung ist insbesondere für jene Investitionsprojekte schwierig, die – wie es häufig in der Halbleiterbranche der Fall ist – hohe Anfangsinvestitionsauszahlungen[3] erfordern und deren zukünftige Cash Flows aufgrund zyklischer Preisschwankungen nur schwer prognostizierbar sind.[4]

Neben der zyklischen Preisentwicklung ist zu beobachten, daß die Preise im Verhältnis zur Leistung seit vielen Jahren gesunken sind, die im wesentlichen durch eine Reduzierung der Herstellungskosten mittels Chipflächenverkleinerung kompensiert werden müssen. Auf Basis eines Fisher-Preisindexes ermitteln Aizcorbe/Flamm/Khurshid (2002) die Preisveränderungen für zwölf Klassen von Halbleiterbauelementen im Zeitraum 1992 bis 1999. Die jährliche durchschnittliche Preisreduzierung liegt zwischen 12 Prozent bei Chippreisen für Endkunden der Automobilindustrie und 32 Prozent bei Computerchips.

[3] Um die Dimension der erforderlichen Investitionsauszahlungen an einem Beispiel zu verdeutlichen, sei darauf hingewiesen, daß für den Bau einer neuen Chipfabrik (je nach Parametern) Investitionsauszahlungen einzuplanen sind, die nicht unter einer Milliarde US-Dollar liegen werden.

[4] Für Modelle zu Bewertung künftiger Zahlungsströme siehe z. B. *Lohmann* (1995).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ein weiteres charakteristisches Merkmal des Halbleitermarktes ist in einem sich verkürzenden Lebenszyklus der Produkte und Fertigungstechnologien zu sehen. Für DRAMs beträgt er heute maximal zwei bis drei Jahre, für Chips im Automobilbereich kann er bis zu acht Jahre betragen. Im Bereich der Fertigungstechnologie, wo Umstellungen sehr hohe Investitionssummen erfordern, ist der Lebenszyklus allerdings länger, wie zum Beispiel die seit zehn Jahren eingesetzte 200mm-Wafertechnologie zeigt.

Bei der Fertigungstechnologie ist zum einen eine Verkleinerung der Strukturbreiten (Breite der Leiterbahnen) von 0,17 µm, 0,13 µm auf gegenwärtig 0,09 µm zu beobachten, die zu einer weiteren Miniaturisierung der Chips führte.[5] Zum anderen ist eine technologische Entwicklung zur Fertigung größerer Wafer zu beobachten, eine Entwicklung, die sich gegenwärtig im Übergang von der 200mm- auf die 300mm-Wafertechnologie äußert.

Diese Entwicklung der Fertigungstechnologie wird im wesentlichen als prognostizierbar angesehen, da sie sich seit längerem sukzessiv in der beschriebenen Verringerung der Strukturbreite und in einer Vergrößerung der Wafer vollzieht. Allerdings war bisher mit jedem Entwicklungsschritt in der Fertigungstechnologie ein Anstieg der Investitionskosten zu beobachten. Die zumindest in Grundzügen bestehende Prognostizierbarkeit der Fertigungstechnologie dürfte die Ursache dafür sein, daß die beobachteten und in der Abbildung 1 dargestellten Preisbewegungen bei Speicherchips keine wesentlichen Merkmale von stochastischen Sprungprozessen erkennen lassen.

C. Empirische Analyse

I. Hypothesen und Untersuchungsdesign

Im Mittelpunkt der Untersuchung steht die Frage, ob es dem Management in einem volatilen und schwer zu prognostizierenden Produktmarkt gelingt, durch strategische Entscheidungen systematisch den Marktwert des Unternehmens zu beeinflussen.

Als strategische Entscheidungen werden für Zwecke dieser Untersuchung Investitionen im Bereich Forschung und Entwicklung, der Erwerb externen Know hows durch Unternehmensakquisitionen und Investitionen in die Fertigungstechnologie verstanden. Die dafür verwendeten Proxy-Variablen sollen einen signifikanten Einfluß auf den durch Tobins Q approximierten Unternehmenswert aufweisen, falls – wie von Lippman/Rumelt (1982) und Barney

[5] *Linden/Somaya* (2000) untersuchten die Auswirkungen von Miniaturisierung und wachsender On-chip-Integration auf den Produktmarkt und Unternehmensstrategien.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(1986) prognostiziert – sowohl Fähigkeiten des Managements als auch Glück die Unternehmensperformance beeinflussen.

Die Qualität und die Leistung des im Unternehmen verfügbaren Humankapitals kann durch das vorhandene Anreiz- und Vergütungssystem beeinflußt sein. Deshalb wird die Korrelation zwischen dem Wert des Aktienoptionsplans und dem Unternehmenswert analysiert.

Die genannten Einflußfaktoren auf Tobins Q werden mit Regressionsrechnungen analysiert. Um Aussagen über die Stabilität der Untersuchungsergebnisse zu erhalten, werden die Analysen mit einem *Pooled-regression*-Modell (OLS-Regression) und mit einem *Random-effects*-Regressionsmodell durchgeführt.[6] Im *Pooled-regression*-Modell werden die jährlichen Datensätze für alle Unternehmen als unabhängig betrachtet (gepoolt). Dies bedeutet, daß die Regression über alle Datensätze durchgeführt wird, wobei unternehmensindividuelle Einflüsse nicht berücksichtigt werden. Für die Berechnung der Teststatistiken wird der heteroskedastizitätskonsistenter Varianzschätzer nach White (1980) verwendet. *Random-effects*-Modelle wurden speziell für Paneldaten entwickelt und ermöglichen unter der Annahme stochastischer Störterme die Berücksichtigung unternehmensspezifischer Einflüsse.

II. Definitionen der Proxy-Variablen

1. Tobins Q

Die Variable Tobins Q setzt den Marktwert eines Unternehmens ins Verhältnis zu den Reproduktionskosten der im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände.[7] Tobins Q hat in der wissenschaftlichen Literatur eine breite Akzeptanz zur Messung der Unternehmensperformance gewonnen. Der Ansatz der im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände stellt ein Maß für die alternative Nutzung der Vermögensgegenstände dar. Koeffizienten größer (kleiner) eins bringen somit eine effiziente (ineffiziente) Verwertung der vorhandenen Ressourcen zum Ausdruck. Da sich im Marktwert des Gesamtkapitals zugleich die Erwartungen über die zukünftigen Cash Flows widerspiegeln, drücken unterschiedliche Werte für Tobins Q zugleich Unterschiede hinsichtlich der Beurteilung der im Unternehmen vorhandenen Wachstumspotentiale aus, die als pfadabhängiges Ergebnis strategischer Managemententscheidungen und als Folge von „Windows of opportunities" (Glück) entstanden sind.

---

[6] Mit dem *Hausman* (1978)-Test wurde geprüft, ob ein Fixed-effects-Modell oder ein Random-effects-Modell zu verwenden ist.

[7] *Tobin* (1969).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In dieser Studie wird Tobins Q durch das Marktwert-Buchwert-Verhältnis des Gesamtkapitals approximiert. Die Marktwerte des Eigenkapitals werden über die jeweiligen Börsenkurse zum Bilanzstichtag ermittelt. Beim Fremdkapital wird vereinfachend davon ausgegangen, daß die Marktwerte den Buchwerten entsprechen. Der Wiederbeschaffungswert der Vermögensgegenstände wird ebenfalls durch den Ansatz von Buchwerten approximiert. Somit ergibt sich folgende Berechnung, die auf Kaplan/Zingales (1997) zurückgeht:

$$Tobins\ Q = \frac{Bilanzsumme - Buchwert_{Eigenkapital} + Marktwert_{Eigenkapital} \pm Bereinigungen}{Wiederbeschaffungswert\ des\ Vermögens = Bilanzsumme}$$

Bei den Bereinigungen handelt es sich erstens um den Wert der ausgewiesenen latenten Steuern und zweitens um den Wert der *Preferred Stocks*, die anders als deutsche Vorzugsaktien kein Eigen- sondern Genußrechtskapital darstellen und fallweise als Eigen- oder Fremdkapital ausgewiesen werden. Auf eine Bereinigung um stille Reserven kann aufgrund der von den Unternehmen verwendeten Bilanzierungsgrundsätze nach US-GAAP verzichtet werden.

2. Forschung und Entwicklung

a) Produktinnovationsrate und Wettbewerb im Produktmarkt

Bei der Entstehung beziehungsweise Entwicklung von Innovationen ist es häufig entscheidend, wer als erster die Entwicklung erfolgreich abschließt und die entwickelten Eigentumsrechte mit Patenten sichert. Nach dem Garner-Modell[8] besteht zwischen der Laufzeit und dem Wert der (Real)Wachstumsoption eine inverse Beziehung.

Für die empirische Analyse wird die Produktinnovationsrate durch das Verhältnis des Quotienten aus F&E-Aufwendungen und Bilanzsumme zum Quotienten der dazugehörigen Durchschnittswerte der Branche approximiert:[9]

$$Produktinnovationsrate = \frac{\left(F\&E_i \,/\, Bilanzsumme_i \right)}{\left(\overline{F\&E} \,/\, \overline{Bilanzsumme} \right)}.$$

Ein Koeffizient größer (kleiner) Eins bedeutet, daß ein Unternehmen höhere (geringere) F&E-Aufwendungen als Unternehmen mit vergleichbarer Substanz

[8] *Garner/Nam/Ottoo* (2002).

[9] *Garner/Nam/Ottoo* (2002).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

aufwendet und somit (bei gleicher Effizienz im F&E-Bereich) über die höhere (niedrigere) Produktinnovationsrate verfügen sollte.

b) Wertschöpfungskette und F&E-Aktivitäten

Wenn F&E-Projekte in früheren Phasen der Wertschöpfungskette angesiedelt sind, so sollte nach Hand (2001) der Wert der mit dem F&E-Projekt verbundenen Wachstumsoptionen höher sein. In frühen Stufen der Wertschöpfungskette sollte die Unternehmung über eine größere Anzahl von Wachstumsoptionen verfügen.

Bei der empirischen Analyse wird eine Dummy-Variable verwendet, die den Wert eins annimmt, wenn das Unternehmen Forschungs- und Entwicklungsleistungen erbringt, aber über keine eigene Produktionskapazität verfügt. Mit dieser Variable werden frühe Phasen der Wertschöpfungskette (*Development*) approximiert. Eine zweite Dummy-Variable für spätere Phasen in der Wertschöpfungskette (*Manufacturing*) hat den Wert eins, wenn das Unternehmen keine eigenen F&E-Projekte durchführt. Für die empirische Untersuchung ist zu erwarten, daß eine frühe Position innerhalb der Wertschöpfungskette positiv den Unternehmenswert beeinflußt.

Zusätzlich wird die Mitarbeiterzahl als Proxy-Variable für die Position des Unternehmens in der Wertschöpfungskette verwendet, da in der Halbleiterindustrie die Mitarbeiterzahl ein Indiz für die Fertigungstiefe des Unternehmens darstellt.

c) Skaleneffekte

Die absolute Höhe der F&E-Aufwendungen könnte dazu beitragen, daß es für ein Unternehmen leichter ist, ein temporäres Monopol bei bestimmten Innovationen zu erreichen beziehungsweise zu erhalten. Deshalb ist zu erwarten, daß die absolute Höhe der F&E-Aufwendungen positiv mit Tobins Q korreliert ist.

d) Chancen und Risiken der F&E-Aufwendungen

Während das maximale Downside-Risiko von F&E-Projekten auf den Verlust der F&E-Aufwendungen beschränkt ist, ergeben sich für die Höhe der bei erfolgreicher F&E-Projektdurchführung und Markteinführung der Innovation erwarteten Cash Flows theoretisch keine Beschränkungen. Der Wert einer Wachstumsoption sollte sich deshalb mit steigender Unsicherheit über die zukünftigen Cash Flows erhöhen. Das Risiko des im Unternehmen vorhandenen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Portfolios von F&E-Projekten wird durch die Standardabweichung der wöchentlichen Aktienrenditen des Unternehmens approximiert.

e) Patente

Nach Griliches/Pakes/Hall (1987) und Hall/Jaffe/Trajtenberg (2000) ist die Verteilung des Wertes von Patenten extrem schief, das heißt, es gibt eine geringe Zahl von Patenten mit einem sehr hohen Wert und eine Vielzahl von Patenten mit einem geringen Wert. Folglich ist die Anzahl der Patente eine ungeeignete Proxy-Variable für den Marktwert der in den Unternehmen verfügbaren Patente. Hall/Jaffe/Trajtenberg (2000) schlagen deshalb eine „Quotation"-Gewichtung der Patente vor, die im Rahmen der vorliegenden Studie aufgrund des hohen Aufwandes nicht durchführbar ist. Deshalb wurde auf die Berücksichtigung der Patente in den Regressionsmodellen verzichtet.

3. Externer Technologie- beziehungsweise Know-how-Erwerb

Goodwill-Abschreibungen werden als Proxy-Variable für die Differenz aus dem Ertragswert des erworbenen Unternehmens und seines Reproduktionswertes und somit für Wachstumsoptionen aus externem Technologie- beziehungsweise Know-how-Erwerb verwendet.

Bei Unternehmenszusammenschlüssen ist ein entstehender Goodwill zu aktivieren. Er stellt den Unterschiedsbetrag dar, der nach Aufdeckung stiller Reserven und Lasten und der separaten Erfassung der bisher nicht bilanzierten Vermögensgegenstände zwischen Kaufpreis und bilanziertem Wert verbleibt. Bei Verwendung der Goodwill-Abschreibungen als Proxy für externen Technologie- beziehungsweise Know-how-Erwerb ist zu beachten, daß die nach US-GAAP vorgeschriebene *Purchase Price Allocation* zu einer erheblichen Reduzierung des Goodwills und zu einer Erhöhung des F&E-Aufwands führen kann. Ein bei Unternehmenszusammenschlüssen entstandener Goodwill war im Untersuchungszeitraum der vorliegenden Studie über die Nutzungsdauer abzuschreiben.[10]

[10] Diese Regelung wurde zwischenzeitlich geändert. Nach den am 29.6.2001 vom FASB verabschiedeten Statements SFAS 141 (Business Combinations) und SFAS 142 (Goodwill and Other Intangible Assets) gilt der sogenannte Impairment-Only-Approach (IOA). Nach diesem Ansatz wird der Goodwill in der Bilanz unverändert fortgeschrieben, bis in einem jährlich durchzuführenden Impairment-Test ein außerplanmäßiger Abschreibungsbedarf festgestellt wird. SFAS 141 und 142 sind zwingend anwendbar für Geschäftsjahre, die nach dem 15.12.2001 beginnen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Durch den Zukauf von Technologie und Know how steigen das Wissen und die Kompetenzen in der erwerbenden Unternehmung, was in einer know-how-intensiven Branche wie der Halbleiterindustrie wiederum zu einer höheren Marktbewertung führen sollte. Die Höhe der Goodwill-Abschreibungen sollte deshalb positiv mit Tobins Q korreliert sein.

4. Investitionen in die Fertigungstechnologie

In den empirischen Untersuchungen werden der Quotient aus den jährlichen Investitionsausgaben und der Bilanzsumme sowie eine Dummy-Variable für das Vorhandensein einer eigenen Chipfabrik verwendet.

Durch Investitionen in Sachanlagen steigt in der Regel die Produktionskapazität. Zusätzlich sollten die getätigten Investitionen zu positiven Effekten bei Produktivität und Produktqualität führen. Deshalb sollte der Quotient aus Investitionsausgaben und Bilanzsumme positiv mit Tobins Q korreliert sein.

Da der Bau von Chipfabriken mit sehr hohen Investitionsausgaben verbunden ist, wird in der Untersuchung zusätzlich eine Dummy-Variable eingeführt, die den Wert eins annimmt, wenn das Unternehmen über eine eigene Chipfabrik verfügt.

5. Anreiz- und Vergütungssysteme

Der Unternehmenswert sollte in know-how-intensiven Branchen mit der Qualität des im Unternehmen verfügbaren Humankapitals steigen. In der vorliegenden Studie wird davon ausgegangen, daß bedingt durch den Wettbewerb um qualifizierte Fachkräfte die Qualität des Humankapitals mit dem Anreiz- und Vergütungssystem, insbesondere dem Aktienoptionsplan, korreliert ist.

Der Wert des im Unternehmen vorhandenen Aktienoptionsplanes wird durch die Differenz aus EPS (*Earnings Per Share*) und *Diluted EPS* angenähert:

$$EPS - DEPS = V^{OP} = \frac{P}{a} - \frac{P}{a + n\left(1 - \frac{K}{S_t}\right)} = \frac{nP \cdot \left(1 - \frac{K}{S_t}\right)}{a \cdot \left(a + n\left(1 - \frac{K}{S_t}\right)\right)},$$

mit P = Gewinn ohne Berücksichtigung der Optionsentlohnung, K = Basispreis des Bezugsrechts, S = aktueller Börsenkurs der Aktie, a = Zahl der alten Aktien und n = Zahl der jungen Aktien für die „im Geld" befindlichen Optionen. Die partiellen Ableitungen dieser Gleichung sind

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$\frac{\partial V^{OP}}{\partial n} = \frac{P \cdot \left(1 - \frac{K}{S_t}\right)}{\left(a + n \cdot \left(1 - \frac{K}{S_t}\right)\right)^2} > 0$$

$$\frac{\partial V^{OP}}{\partial \left(\frac{K}{S_t}\right)} = \frac{-n \cdot P}{\left(a + n \cdot \left(1 - \frac{K}{S_t}\right)\right)^2} < 0$$

Die partiellen Ableitungen zeigen, daß der Wert der Proxy-Variable sich mit steigender Zahl bezugsberechtigter Aktien und mit zunehmender Differenz zwischen aktuellem Börsenkurs und Bezugspreis erhöht.

Um eine hohe Qualität des Humankapitals im Unternehmen zu binden und eine leistungsgerechte Vergütung zu gewährleisten, ist zu erwarten, daß mit zunehmendem Wert des Aktienoptionsplans der Wert für Tobins Q steigt.

6. Kontrollvariablen

Als Kontrollvariablen werden das Alter der Unternehmung, die Vertriebsaufwendungen und allgemeinen Verwaltungsaufwendungen sowie Dummy-Variablen für Teilproduktmärkte verwendet.

Mit dem Alter sollen Unterschiede in der Höhe der Tobins-Q-Variable erfaßt werden, die auf unterschiedliche Entwicklungsstufen der Unternehmen (Evolutionsprozeß) zurückzuführen sind. Die Vertriebsaufwendungen und allgemeinen Verwaltungsaufwendungen dienen als Proxy für die Effizienz des Unternehmens im Verwaltungsbereich. Diese Kontrollvariable wird verwendet, da in der vorliegenden Untersuchung ausschließlich Effekte aus strategischen Managemententscheidungen zur Entwicklung von Produkten und Fertigungstechnologien analysiert werden sollen.

Im Abschnitt B. wurde darauf hingewiesen, daß der Halbleitermarkt kein homogener Produktmarkt ist, sondern aufgrund unterschiedlichster Verflechtungen mit den Märkten der Endkunden aus einer Reihe von Teilmärkten besteht. Deshalb werden für die Regressionsanalysen die Unternehmen in einem oder in mehreren der folgenden Teilmärkte mittels Dummy-Variablen eingeordnet: (1) Prozessoren, (2) Speicher, (3) optoelektronische Bauelemente, (4) Logik/System on the chip, (5) Produktionsanlagen/Input, (6) Sensor und andere elektronische Bauelemente, (7) Wafer und (8) Lohnfertiger.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Datensatz

In einem ersten Schritt wurden alle Halbleiterunternehmen erfaßt, die im Jahr 2001 an der New York Stock Exchange (NYSE) oder NASDAQ notiert waren. Die Klassifizierung als Halbleiterunternehmen erfolgte nach der *Standard Industrial Classfication*, SIC-Code 3674 (*Semiconductors and Related Devices*). Insgesamt wurden 167 Gesellschaften ermittelt.

Von dieser definierten Grundgesamtheit wurden 25 Prozent der Unternehmen durch Zufallsauswahl ausgewählt. Der für die nachfolgende Untersuchung verwendete Datensatz enthält 43 Gesellschaften, für die Daten von 1996 bis 2001 erhoben wurden. Die Daten stammen aus den Jahresabschlüssen der untersuchten Gesellschaften, welche in elektronischer Form bei der *SEC* (*Security and Exchange Commission*) eingereicht werden müssen und anschließend im Internet zum Abruf bereit stehen.[11] Zusätzlich zu den aus den Jahresabschlüssen erhältlichen Daten wurden wöchentliche Aktienkurse aus Datastream erfaßt. Für die Regressionsanalyse stehen somit 203 jährliche Datensätze zur Verfügung.

IV. Ergebnisse der Regressionsanalyse

In der Tabelle 1 sind die Ergebnisse zweier Regressionsmodelle angegeben, die Tobins Q von NYSE- und NASDAQ-gelisteten Halbleiterunternehmen im Zeitraum 1996 bis 2001 mit Variablen aus den Bereichen Forschung & Entwicklung, Technologieerwerb und Know-how-Erwerb, Entwicklung der Fertigungstechnologie und Anreiz- und Vergütungssystem erklären.

Forschung und Entwicklung. Die verwendeten Variablen zur Analyse strategischer Managemententscheidungen im F&E-Bereich zeigen in der Tendenz, daß nicht die absolute Höhe der für Forschung- und Entwicklung zur Verfügung stehenden Mittel, sondern eine Konzentration auf Projekte in frühen Phasen der Wertschöpfungskette in Verbindung mit einer hohen Innovationsgeschwindigkeit zu höheren Tobins-Q-Werten führen. Im einzelnen ergeben sich aus der Regressionsanalyse folgende Aussagen:

- Die Innovationsgeschwindigkeit hat einen positiven Einfluß auf den Unternehmenswert und ist im *Random-Effects*-Modell bei einem vorgegebenen Signifikanzniveau von 10 Prozent statistisch signifikant.
- In frühen Phasen der Wertschöpfungskette durchgeführte F&E-Projekte (Dummy Development) erhöhen signifikant den Unternehmenswert bei einem Signifikanzniveau von 1 Prozent (*Pooled Regression*) beziehungsweise 5 Prozent (*Random Effects Regression*).

[11] http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/formpick.htm.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- Die Dummy-Variable für späte Phasen der Wertschöpfungskette und die Proxy-Variable für die Fertigungstiefe weisen einen negativen Koeffizienten auf, sind aber statistisch nicht signifikant.
- Aussagen zu Skaleneffekten im F&E-Bereich sind aufgrund des unterschiedlichen Vorzeichens in beiden Regressionsmodellen nicht eindeutig. Nach den vorliegenden Ergebnissen sind signifikant positive Skaleneffekte bei Berücksichtigung unternehmensspezifischer Einflüsse nicht mehr nachweisbar.
- Entsprechend dem Optionscharakter von Wachstumsunternehmen hat das Risiko einen signifikant positiven Einfluß bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von kleiner als 1 Prozent und entspricht somit den theoretischen Erwartungen der Optionspreistheorie.

Externer Technologie- und Know-how-Erwerb. Ein externer Technologie- und Know-how-Erwerb wirkt sich positiv auf den Unternehmenswert aus, wobei zu berücksichtigen ist, daß sich ein signifikant positiver Einfluß nur bei der Integration unternehmensspezifischer Einflüsse im *Random-Effects*-Modell ergibt. Aus ökonomischer Sicht bedarf es bei einem externen Technologieerwerb einer (unternehmensspezifischen) differenzierten Beurteilung von Akquisitionsentscheidungen.

Fertigungstechnologie. Die in Relation zum Buchwert der Vermögensgegenstände gesetzten Investitionsausgaben zeigen einen signifikant positiven Einfluß auf den Unternehmenswert. Dieses Ergebnis deutet darauf hin, daß das Management mit strategischen Investitionen in die Fertigungstechnologie zur Realisierung von Wachstumsoptionen (systematisch) den Unternehmenswert erhöhen kann.

Die vorliegenden Regressionsergebnisse können nicht den Nachweis erbringen, daß der Besitz der Fertigungstechnologie zur Chipproduktion zu signifikant höheren Tobins-Q-Werten führt. Die Dummy-Variable für den Besitz eigener Chipfabriken ist zwar in beiden Regressionsmodellen positiv, aber statistisch nicht signifikant.

Anreiz- und Vergütungssystem. Die Regressionsergebnisse zeigen einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen dem Wert des Aktienoptionsplans und Tobins Q. Möglicherweise ist der Wert des Aktienoptionsplans keine geeignete Proxy-Variable für die Qualität des im Unternehmen vorhandenen Humankapitals. Die Ergebnisse deuten darauf hin, daß externe Kapitalgeber Aktienoptionspläne aufgrund der schwer einschätzbaren Dilutions-Effekte im Durchschnitt eher kritisch beurteilen. Nach diesem Ergebnis scheint sich die in jüngster Zeit geäußerte öffentliche Kritik an Aktienoptionsplänen als Bestandteil der Managemententlohnung bereits in den Tobins-Q-Werten von 1996 bis

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2001 widerzuspiegeln.[12] Nach dem vorliegenden Ergebnis sind somit eine differenziertere Ausgestaltung beziehungsweise andere Formen von Anreizsystemen für Führungskräfte zur Steigerung des Unternehmenswertes in Betracht zu ziehen.

Tabelle 1
Regressionsergebnisse

	Pooled Regression		*Random-Effects Regression*	
Variable	*Koeffizient*	*t-Wert*	*Koeffizient*	*z-Wert*
Forschung & Entwicklung				
Innovationsgeschwindigkeit	0,189	0,87	0,362	1,78*
Dummy Development	2,591	3,06***	2,940	1,99**
Dummy Manufacturing	-0,229	-0,61	-0,133	-0,10
Fertigungstiefe	-0,266e-4	-1,14	-0,467e-4	-1,07
Skaleneffekte	1,57e-9	1,69*	-3,80e-10	-0,28
Risiko	0,178	3,78***	0,189	4,81***
Externer Technologie- u. Know-how-Erwerb	9,750	0,43	28,021	1,97**
Fertigungstechnologie				
Investitionen/Assets	4,198	1,78*	3,034	1,95*
Dummy Chipfabrik	0,272	0,55	0,748	0,56
Anreiz- und Vergütungssystem	-3,531	-2,05**	-5,867	-2,74***
Kontrollvariablen				
Alter	-0,006	-0,26	0,005	0,18
Vertriebs- u. allgem. Verwaltungsaufwendg.	-2,83e-7	-0,42	-4,11e-7	-0,30
Konstante	2,257	2,83***	2,039	1,65*
R^2	41,16%		41,62%	
F-/Wald-Chi²-Wert	5,32***		70,45***	
Anzahl der Beobachtg.	203		203	

***,**,* signifikant im 1%-, 5%- beziehungsweise 10%-Bereich. Die Werte für die Teilbranchen-Dummies sind aus Gründen der Übersichtlichkeit nicht angegeben.

[12] Siehe zum Beispiel *Spieß* (2003); Neue Züricher Zeitung (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Zusammenfassung

Die vorliegenden empirischen Ergebnisse zeigen deutlich den Optionscharakter von Halbleiterunternehmen. Die F&E-Aktivitäten eines Unternehmens erhöhen signifikant den Wert der Wachstumsoptionen und somit den in Relation zum Reproduktionswert der vorhandenen Vermögensgegenstände gemessenen Unternehmenswert. Im Bereich Forschung und Entwicklung erweisen sich die Innovationsgeschwindigkeit und die F&E-Leistungen in frühen Phasen der Wertschöpfungskette als marktwertsteigernd. Weitere positive Effekte für den Unternehmenswert sind mit der (relativen) Erhöhung der Investitionsausgaben zur Erweiterung oder Verbesserung der Fertigungstechnologie und bei einem differenzierten Technologie- beziehungsweise Know-how-Erwerb erzielbar.

Die Ergebnisse deuten weiter darauf hin, daß externe Eigenkapitalgeber bei den analysierten Unternehmen die aufgelegten Aktienoptionspläne kritisch betrachten und mit einem Abschlag auf den Unternehmenswert bewerten.

Insgesamt bestätigen die Ergebnisse den theoretischen Ansatz von Lippman/Rumelt (1982) und Barney (1982). Die Studie zeigt, daß das Management auch in volatilen und schwer zu prognostizierenden Produktmärkten mit strategischen Entscheidungen zur Förderung von Innovationen bei Produkten und Fertigungstechnologien den Unternehmenswert positiv beeinflussen kann.

Literaturverzeichnis

Aizcorbe, A. / *Flamm*, K. / *Khurshid*, A. (2002): The Role of Semiconductor Inputs in IT Hardware Price Decline: Computers vs. Communications. Working paper, Federal Reserve Board und University of Texas.

Alchian, A. (1950): Uncertainty, Evolution and Economic Theory. „Quarterly Journal of Economics", Jg. 84, S. 488-500.

Barney, J. B. (1986): Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and the Theory of Strategy. „Management Science", Jg. 32, S. 1231-1241.

Garner, J. L. / *Nam*, J. / *Ottoo*, R. E. (2002): Determinants of growth opportunities of emerging firms. „Journal of Economics and Business", Jg. 54, S. 73-93.

Griliches, Z. / *Pakes*, A. / *Hall*, B.H. (1987): The Value of Patents as Indicators of Inventive Activity. In: Economic Policy and Technological Performance. Hrsg. v. P. Dasgupta / P. Stoneman. Cambridge University Press, S. 97-124.

Hall, B. H. / *Jaffe*, A. / *Trajtenberg*, M. (2000): Market value and patent citations: a first look. NBER Working paper, Nr. 7741.

Hand, J. R. M. (2001): The market value of biotechnology firms and biotechnology. R&D, Working paper, Kenan-Flagler Business School.

Hausman, J. A. (1978): Specification Tests in Econometrics. „Econometrica", Jg. 46, S. 1251-1271.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kaplan, S. N. / *Zingales*, L. (1997): Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints? „The Quarterly Journal of Economics", Jg. 112, S. 169-215.

Linden, G. / *Somaya*, D. (2000): System-on-a-Chip Integration in the Semiconductor Industry: Industry Structure and Firm Strategies. Working paper, University of California Berkeley.

Lippman, S. / *Rumelt*, R. (1982): Uncertain Imitability: An Analysis of Interfirm Differences in Efficiency Under Competition. „Bell Journal of Economics", Jg. 13, S. 418-438.

Lohmann, K. (1995): Stochastische Modelle zur Bewertung künftiger Zahlungsleistungen in betriebswirtschaftlicher Sicht. Göttingen.

Neue Züricher Zeitung (2003): Erschütternd niedrige Ansprüche ans Management – Studie zu Aktienoptionen in der EU. 22. November 2003.

Schumpeter, J. A. (1934): The Theory of Economic Development. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

– (1950): Capitalism, Socialism, and Democracy. New York.

Spieß, R. (2003): Stock Options – Abschaffen oder nicht? „Frankfurter Rundschau", 25. Oktober 2003.

Tobin, J. (1969): A general equilibrium approach to monetary theory. „Journal of Money, Credit, and Banking", Jg. 1, S. 15-29.

West, J. (2000): Institutions, Information Processing, and Organization Structure in Research and Development: Evidence from the Semiconductor Industry. „Research Policy", Jg. 29, S. 349-373.

White, H. (1980): Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test of Heteroscedasticity. „Econometrica", Jg. 48, S. 817-838.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

„Marketing und Finanzierung" – Zwei Seiten einer Medaille

Von Margit Enke und Martin Reimann

A. Einleitung

Wenn Marketers und Finanziers aufeinander treffen, ergeben sich oft interessante Beobachtungen. Klischees entsprechend, wird da der Marketer von seinen Kollegen aus der Finanzierung als verträumter Kreativer karikiert, während sich der Finanzier als zahlenverlorener Technokrat abstempeln lassen muß. Die Frage muß also lauten, ob Marketing und Finanzierung zwei völlig unterschiedliche Disziplinen sind, obwohl sie unter dem gemeinsamen Dach der Betriebswirtschaftslehre gelehrt und erforscht werden? Oder überschneiden sich beide Fachgebiete doch in manchen Fragestellungen aus Theorie und Praxis? Gibt es Gemeinsamkeiten? Sind also Marketing und Finanzierung letztendlich nur zwei Seiten einer Medaille?

Diese Publikation ist von der letzteren Sichtweise überzeugt und geht davon aus, daß sich Marketing und Finanzierung ergänzen. Den Beleg dafür soll das Finanzierungs- und Marketinginstrument der Aktie liefern, deren Vermarktung im Rahmen der Investor Relations (IR) geschieht.[1] Den Ausgangspunkt dazu liefert die Betrachtung des Verhaltens von Investoren. Darüber hinaus wird Investorenverhalten vor dem Hintergrund internationaler beziehungsweise globaler Finanzmärkte beleuchtet, auf denen sich Akteure mit unterschiedlichem kulturellem Hintergrund bewegen.

Während sich die Wissenschaft und Wirtschaft im Konsumgütermarketing ausführlich mit dem Verhalten der Konsumenten beschäftigen, fallen derartige Ansätze für die Investoren von Publikumsgesellschaften bislang spärlich aus. Achleitner/Wichels betonen die hohe Relevanz, investorenbezogene Informationen nicht nach dem „Gießkannenprinzip" zu verteilen; vielmehr wird gefordert, regelmäßige Verhaltensanalysen der Investoren durchzuführen.[2] Übertragen auf die globale Interaktion zwischen IR-Managern (den Marketers) und Investoren (den Finanziers) zeigt sich sogar ein noch dürftigeres Bild. Weise

[1] Vgl. *Velte* (2003), S. 5; *Wiehle* (2002), S. 139 ff.

[2] *Achleitner/Wichels* (2003), S. 54.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

spricht in diesem Zusammenhang vom „Stiefkind ausländischer Investor" und beklagt die Zustände, wie undifferenziert manche Publikumsgesellschaften mit ihren ausländischen Anteilseignern kommunizieren.[3] Abschließend läßt sich festhalten, daß vor allem aus dem interkulturellen Blickwinkel bisher lediglich vereinzelte Teilaspekte des Investorenverhaltens bearbeitet wurden.[4]

Diese Publikation beschäftigt sich deshalb mit kulturell bedingtem Verhalten von Investment Professionals, womit institutionelle Investoren und Finanzanalysten gemeint sind. Auf diese Weise umfaßt diese Arbeit beide Seiten der Medaille „Marketing und Finanzierung", indem sowohl Aspekte des Käuferverhaltens und der Kommunikationspolitik (Investor Relations) aus der Marketingtheorie als auch Aspekte der Behavioral Finance aus der verhaltenswissenschaftlichen Finanztheorie betrachtet werden. Beide Theorien werden darüber hinaus vor einen interkulturellen Hintergrund gestellt. Mit kulturell bedingtem Verhalten sind vor allem jene Einflußfaktoren gemeint, die besonders aus der interkulturellen Perspektive zu Problemen im Kommunikations- und Informationsprozeß zwischen IR-Managern auf der einen Seite und Investment Professionals auf der anderen Seite führen. In Kapitel B. werden zunächst relevante Begriffe abgegrenzt und entsprechende Theorien kurz vorgestellt. Am Ende des Kapitels B. wird die zentrale Hypothese dieser Arbeit formuliert. Anschließend werden in Kapitel C. Ansatzpunkte eines Stimulus-Organismus-Reaktions-Modells des kulturell bedingten Verhaltens von Investment Professionals erörtert. In diesem Rahmen werden vier weitere Hypothesen aufgestellt. Das abschließende Kapitel D. faßt die wesentlichen Theorien dieser Arbeit überblicksartig zusammen und benennt entsprechende Konsequenzen für die weitere Forschung.

B. Begriffe und Theorie

In den folgenden Unterkapiteln wird die Thematik dieser Arbeit von der terminologischen sowie theorie- und anwendungsbezogenen Perspektive erschlossen. Dazu wird zunächst der Begriff der Investment Professionals näher betrachtet, um anschließend deren Verhalten abzugrenzen. Zudem wird Investor Relations und dessen Anwendungsmöglichkeiten in Theorie und Praxis kurz beschrieben. Das Konstrukt der Kultur wird als letztes und zentrales Element dieser Arbeit beleuchtet.

---

[3] *Weise* (2003), S. 118 f.

[4] Vgl. GACCNY o. V. (2000). Die Studie analysierte das Image deutscher Publikumsgesellschaften unter amerikanischen Finanzexperten und Wirtschaftsjournalisten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

I. Investment Professionals

Die Literatur unterscheidet in bezug auf Investoren zwischen zwei Gruppierungen: den privaten Investoren und Investment Professionals.[5] Diese Arbeit legt ihren Fokus auf letztere Gruppierung. Die Untersuchung des Verhaltens privater Investoren würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen, da private Investoren im Gegensatz zu Institutionen nicht namentlich verzeichnet sind und eine Untersuchung somit erschwert wird.[6] Investment Professionals können wiederum in zwei Gruppierungen unterteilt werden:

Die *Verkaufseite* (Sell-Side) umfaßt Institutionen und Personen, die kein eigenes Anlagekapital einsetzen, sondern Analyseergebnisse an private und institutionelle Investoren vertreiben.[7] Institutionen der Verkaufseite sind meist Brokerhäuser und unabhängige Einrichtungen, aber auch Universal- oder Investmentbanken.[8] Personen der Verkaufseite werden Sell-Side- beziehungsweise Brokeranalysten genannt und erarbeiten Branchen- und Unternehmensanalysen, die als Entscheidungshilfe an die Kaufseite veräußert werden.[9] Da vielen Investoren der Kaufseite die nötige Zeit und entsprechende Ressourcen fehlen, greifen sie regelmäßig auf die Dienstleistungen der Verkaufseite zurück.[10] Aufgrund ihrer ausführlichen Analysen und der potentiellen Multiplikatorwirkung nimmt die Verkaufseite eine besondere Stellung unter den Investoren ein.[11]

Die *Kaufseite* (Buy-Side) umfaßt Institutionen und Personen, die selbst Kapital anlegen beziehungsweise verwalten, sogenannte institutionelle Investoren.[12] Unter Institutionen der Kaufseite sind Investmentfonds zu fassen.[13] Bei den Per-

---

[5] Vgl. *Weber* (2000), S. 215; *Dürr* (1995), S. 110 ff., 120. Der private Investor wird im deutschen Sprachgebrauch auch „Kleinanleger" oder „Privatanleger" genannt. Private Investoren lassen sich nochmals unterscheiden in reine Privatanleger und Mitarbeiteraktionäre, die Aktien ihres Arbeitgebers halten.

[6] In Deutschland herrschen Inhaberaktien vor. Inhaberaktien sind Wertpapiere, bei denen die verbrieften Rechte vom jeweiligen Inhaber geltend gemacht werden können, ohne daß dieser in der Regel den Nachweis erbringen muß, tatsächlich der rechtmäßige Inhaber zu sein. Die Inhaberaktie ermöglicht eine unkomplizierte Übereignung gemäß § 929 BGB. Vgl. dazu Börsenlexikon o. V. (2003).

[7] Vgl. *Wichels* (2001), S. 20; *Nix* (2000), S. 36; *Dürr* (1995), S. 111.

[8] Vgl. *Lehar/Randl* (2003), S. 4 f.; *Faitz* (2000), S. 173 f.; *McCormack* (1999), S. 30; *Puri* (1996), S. 375 f. Einige Universal- und Investmentbanken sind sowohl auf der „Sell-Side" als Anbieter von Wertpapierdiensten als auch auf der „Buy-Side" als Anbieter eigener Aktienfonds auf den Kapitalmärkten tätig.

[9] Vgl. *Ellis* (1985), S. 34 ff.

[10] Vgl. *DeBondt/Thaler* (1990), S. 53 f.

[11] Vgl. *Bittner* (1996), S. 24; *Dürr* (1995), S. 111.

[12] Vgl. *Dürr* (1995), S. 110 f.

[13] Vgl. KAGG (1998). „Investmentfonds" oder „Publikumsfonds" sind Oberbegriffe für eine Vielzahl von Fondstypen. Relevant für diese Arbeit sind Aktienfonds – eine

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sonen der Kaufseite wird zwischen Buy-Side-Analysten und Portfolio-Managern unterschieden. Die Aufgabe der hauseigenen Buy-Side-Analysten besteht – ähnlich wie bei den Sell-Side-Analysten – in der Bewertung, Auswahl und Empfehlung potentieller Anlagen. Die Empfehlungen verschiedener Analysten dienen dem Portfolio-Manager anschließend als Hilfe bei Anlageentscheidungen.[14] Dieser exekutiert die Anlageentscheidungen und verwaltet das Anlageportfolio, wobei man im Rahmen der Anlageentscheidung zwischen drei Möglichkeiten – dem Kaufen, Halten beziehungsweise Verkaufen von Aktien – unterscheidet.

Die obige Abgrenzung von Investment Professionals hat gezeigt, welcher Personenkreis neben den IR-Managern für diese Arbeit relevant ist. Die Besonderheiten des Verhaltens von Investment Professionals sollen im folgenden Unterkapitel beleuchtet werden.

II. Verhalten von Investment Professionals

Nach Coyne/Witter behalten Unternehmen, die das Verhalten tatsächlicher und potentieller Anteilseigner genau beurteilen, „den Kurs der eigenen Aktie unter Kontrolle", was für die Relevanz der Thematik spricht.[15]

Wie oben bereits erwähnt, steht auf der Seite der Publikumsgesellschaft der IR-Manager, der mittels bestimmter Stimuli gezielt Informationen in Richtung der Investment Professionals kommuniziert.[16] Diese Informationen treffen zunächst auf den Finanzanalysten[17] – kauf- oder verkaufseitig – und werden dort verarbeitet. Zusätzlich werden eigene Informationen über Branche und Unternehmen beschafft und in die Gesamtanalyse eingearbeitet. Die fertige Bewertung wird in Form einer „sell-hold-buy-Empfehlung" schließlich an den entsprechenden Portfolio-Manager weitergegeben, der aufgrund dessen für oder wider eine bestimmte Anlage entscheidet. Gleichzeitig gelangen IR-Informationen aber auch direkt zum Portfolio-Manager; genannt sei hier der Geschäftsbericht, der von der Publikumsgesellschaft verschickt wird. Dieser Kommunikations- und Informationsprozeß, der in eine bestimmte Entscheidung mündet, läßt sich anhand von Erklärungsansätzen der Kaufverhaltensforschung be-

---

Sonderform der Wertpapierfonds – deren Anlagekapital je nach Vertragsbedingungen vollständig oder überwiegend in Aktien investiert wird.

[14] Vgl. *Wichels* (2001), S. 32.

[15] *Coyne/Witter* (2003), S. 35.

[16] Die Stimuli von Investor Relations werden als einseitige und wechselseitige Kommunikationsinstrumente in Kapitel B.III. vorgestellt.

[17] Synonym finden sich in der Literatur auch die Bezeichnungen „Aktienanalyst", „Wertpapieranalyst" oder „Research-Analyst".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schreiben. Meffert unterscheidet zwischen dem behavioristischen, dem neobehavioristischen und dem kognitiven Ansatz.[18]

Der *behavioristische Erklärungsansatz* geht dabei lediglich auf beobachtbare und meßbare Faktoren des Kaufverhaltens ein. In diesem Zusammenhang wird oft von „Black-Box-Modellen" gesprochen, in denen das Verhalten der Menschen als unmittelbar beobachtbare Reaktion (R) auf bestimmte Stimuli (S) interpretiert wird (weswegen sie auch S-R-Modelle genannt werden).[19] Als Beispiel sei hier der Kauf eines Aktienpaketes durch den Portfolio-Manager (R) als Folge eines positiv verlaufenen Gespräches mit dem Vorstandsvorsitzenden der entsprechenden Publikumsgesellschaft (S) genannt. Achleitner et al. schreiben diesbezüglich, daß die Leistungen der Finanzanalysten „in gewissem Maße eine ‚Black Box'" offenbaren.

Der *neobehavioristische Erklärungsansatz* versucht diese Black Box mittels sogenannter intervenierender Variablen darzustellen.[20] Zugelassen sind dabei die nicht unmittelbar beobachtbaren Verhaltenskonstrukte Aktiviertheit und Involvement, Emotion, Motiv, Einstellung und Wert, die über Indikatoren empirisch gemessen werden können.[21] Zusammengefaßt stellen diese Konstrukte die Persönlichkeit eines Individuums dar.[22] Im Rahmen dessen wird vom Stimulus-Organismus-Reaktions-Modell (S-O-R-Modell) gesprochen, das den Menschen als Organismus mit eben diesen nicht unmittelbar beobachtbaren Verhaltenskonstrukten auffaßt.[23] Als Beispiel sei hier ein bestimmter IR-Stimulus – zum Beispiel eine Ad-hoc-Mitteilung über die Gewinnerwartung für das nächste Quartal – genannt, der auf das Individuum Sell-Side- beziehungsweise Buy-Side-Analyst trifft. Dieser Stimulus wird vom Individuum (O) beispielsweise mit einer bestimmten subjektiven Einstellung zur entsprechenden Publikumsgesellschaft verarbeitet, woraus eine bestimmte Empfehlung für den Portfolio-Manager resultiert (R).

---

[18] Vgl. *Meffert* (2000), S. 99.

[19] Vgl. *Homburg/Krohmer* (2003), S. 53; *Meffert* (2000), S. 99.

[20] *Meffert* (2000), S. 99.

[21] „Aktiviertheit" bezeichnet den Grad der Erregung des zentralen Nervensystems des Menschen; „Involvement" wird als Beteiligung einer Person gegenüber einem Objekt beschrieben und steht in engem Zusammenhang mit der „Aktiviertheit", da ohne sie kein Involvement stattfinden kann. „Emotion" ist ein psychischer Erregungszustand, wie z. B. Interesse. Ein „Motiv" bezieht sich auf Emotionen und richtet menschliches Handeln auf ein bestimmtes Ziel aus. Eine „Einstellung" ist eine innere Bereitschaft, auf bestimmte Stimuli konsistent positiv oder negativ zu reagieren. Vgl. *Meffert* (2000), S. 110 ff. Zu „Werte" siehe Kapitel B.IV.

[22] Vgl. *Meffert* (2000), S. 110 ff.

[23] Vgl. *Homburg/Krohmer* (2003), S. 53; *Meffert* (2000), S. 99. Das S-O-R-Modell ist auch unter dem Namen „Stimulus-Organismus-Response-Modell" bekannt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der *kognitive Erklärungsansatz* als dritter verhaltenswissenschaftlicher Ansatz geht von einem differenzierteren Informationsverarbeitungsprozeß als der neobehavioristische Ansatz aus. Da der Neobehaviorismus kognitive (auch wissensbasierte) Prozesse des Individuums nicht berücksichtigt, werden im kognitiven Ansatz die Konstrukte Lernen, Denken und Wahrnehmung zusätzlich zu den neobehavioristischen Konstrukten einbezogen.[24] Folgendermaßen könnte sich zum Beispiel eine Unternehmensbesichtigung (S) bei einem Finanzanalysten (O) positiv auf die Bewertung (R) auswirken: Durch die Unternehmensbesichtigung konnte sich der Analyst Einblick in das Tagesgeschäft des Unternehmens verschaffen und sich von dessen Geschäftsmodell überzeugen. In diesem Fall handelt es sich zunächst um das nicht unmittelbar beobachtbare Lern-Konstrukt, im Fall der positiven Bewertung um die unmittelbar beobachtbare Reaktion aufgrund eines Lernprozesses.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß bezüglich des Kaufverhaltens von Investment Professionals Elemente des neobehavioristischen sowie des kognitiven Ansatzes integriert werden müssen.

Nachdem die relevanten Akteure der Investorenseite abgegrenzt und die zugrunde liegenden Verhaltensmodelle definiert wurden, befaßt sich das nächste Unterkapitel mit Investor Relations, dem zentralen Oberbegriff für eine ganze Reihe investorengerichteter Kommunikationsinstrumente und somit dem Ausgangspunkt aller Stimuli des S-O-R-Modells.

III. Investor Relations

Investor Relations (IR) spielen spätestens seit Kapitalgeber in Unternehmen investieren eine herausragende Rolle in der Unternehmensführung. Ursprünglich bezog sich IR – im deutschen Sprachgebrauch auch Kapitalgeber- oder Anlegerpflege genannt[25] – auf die Idee des Anleger- und Gläubigerschutzes. Vorwiegend um Insiderwissen beziehungsweise bewußt irreführende Information zu verhindern, wurde in den 1930er Jahren das Recht in den Vereinigten Staaten umgestaltet. Durch den so genannten Securities Act von 1933 und den Securities Exchange Act von 1934 wurde die Publizitätspflicht zum Fundament der Wertpapiergesetzgebung in den USA. Der IR-Begriff tauchte erstmals 1953 auf, als der US-amerikanische Mischkonzern General Electric seine investorengerichteten Kommunikationsaktivitäten unter dem Titel „Investor Relations" bündelte.[26] In Deutschland wurden IR erstmals in den späten 1960er Jahren von

[24] Vgl. *Trommsdorff* (2002), S. 87; *Meffert* (2000), S. 99.
[25] Vgl. *Janik* (2002), S. 14.
[26] Vgl. *Dürr* (1995), S. 2.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hartmann wissenschaftlich beleuchtet.[27] Eine herausragende Bedeutung im betriebswirtschaftlichen Alltag errangen die deutschen IR allerdings erst mit der Evolution von Managementbegriffen wie Shareholder Value, Börsenwert und Marktkapitalisierung in den 1980er und 1990er Jahren.[28]

Auch wenn sich in der deutschsprachigen Literatur bisher noch keine allgemein akzeptierte Definition von IR findet, wird zumindest akzeptiert, daß es sich bei IR um die Kommunikation zwischen Publikumsgesellschaft und Kapitalgeber handelt.[29] Daß die Auffassung über den IR-Begriff weit auseinander geht, belegt allein die Fülle synonym eingesetzter Termini, wie beispielsweise Aktienmarketing, Investor Marketing, Financial Communication, Financial Public Relations, Financial Relations, Finanzkommunikation, Finanzmarketing, Finanzwerbung, Kapitalmarktkommunikation und Wertpapiermarketing.[30] Den Versuch einer umfassenden Definition unternimmt Mindermann, der Investor Relations einer Publikumsgesellschaft beschreibt als

> „[...] sämtliche kommunikative Maßnahmen [...]. Bei den externen Zielgruppen sind sie auf die Beeinflussung von Investitionsentscheidungen in vom Emittenten begebenen Wertpapieren gerichtet, während sie internen Zielgruppen im Sinne kapitalmarktorientierten Denkens und Handelns die Erwartungen der externen Zielgruppen als wichtige Entscheidungsgrundlage für die Unternehmensführung vermitteln."[31]

Investor Relations wird üblicherweise nach seinen Kommunikationsinstrumenten untergliedert. Dementsprechend existiert in der Literatur eine ganze Reihe von Klassifikationen.[32] Dürr unterscheidet zwischen einseitigen und wechselseitigen IR-Maßnahmen und betont damit den Kommunikationsprozeß an sich sowie dessen Richtung.[33]

Die einseitigen Maßnahmen lassen sich weiter unterteilen in die *laufende Berichterstattung*, darunter fallen Presseberichte, unternehmenseigene Finanz-

---

[27] Vgl. *Hartmann* (1968), S. 70.

[28] Vgl. *Ebel/Hofer* (2003), S. 17.

[29] Vgl. *Janik* (2002), S. 14; *Wichels* (2002), S. 7; *Mindermann* (2000), S. 27 f.; *Hank* (1999), S. 26; *Tiemann* (1997), S. 4; *Bittner* (1996), S. 6; *Allendorf* (1996), S. 6; *Dürr* (1995), S. 1; *Süchting* (1986), S. 654 f.

[30] Vgl. *Ebel/Hofer* (2003), S. 9; *Janik* (2002), S. 14; *Hartmann* (1968), S. 70 f. Einige Autoren grenzen darüber hinaus Investor Relations gegenüber Public Relations, Creditor Relations und der Werbung ab. Vgl. hierzu *Janik* (2002), S. 15 ff.; *Bittner* (1996), S. 8.

[31] *Mindermann* (2000), S. 28.

[32] Vgl. *Wichels* (2002), S. 23 ff., der nach „Interaktionsinstrumenten" und „Informationsinstrumenten" differenziert. Vgl. *Achleitner et al.* (2001), S. 21 ff.; *Schmidt* (2000), S. 45 ff., die zwischen „Pflichtinstrumenten" bzw. „Pflichtmaßnahmen" und „Freiwilligen Instrumenten" bzw. „Freiwillige Maßnahmen" unterscheiden. Vgl. *Faltz* (1999), S. 66 ff.; *Tiemann* (1997), S. 26 ff., die in „Persönliche IR-Instrumente" und „Unpersönliche IR-Instrumente" unterteilen.

[33] Vgl. *Dürr* (1995), S. 50 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

anzeigen, Newsletter und die Investorenhotline; sowie die *einmalige Berichterstattung*, wie den Geschäftsbericht, Zwischenberichte, Faktenbuch, Prospekte bei Emission beziehungsweise Kapitalerhöhung, Hauptversammlungseinladungen, Hauptversammlungsansprache und Bilanzanzeigen.[34]

Die wechselseitigen Maßnahmen untergliedern sich nach der *laufenden Zusammenkunft*, wie Investorengespräch, Pressegespräch, Unternehmensbesuch und Unternehmenspräsentation, Regionalversammlung und jegliche weitere persönliche Kontaktpflege, sowie der *einmaligen Zusammenkunft*, die die Hauptversammlung, die Bilanzpressekonferenz, Analystentreffen und Aktionärsmessen umfassen.[35]

IV. Kultur

Die Literatur bietet hunderte Definitionen zum Begriff der Kultur.[36] Abgeleitet vom lateinischen Wort „cultura" – was ursprünglich die Kultivierung des Bodens bedeutete – bezieht sich Kultur heute auf alles, was der Mensch selbst geschaffen hat. Im weitesten Sinne versteht man unter der Kultur eines Volkes seine Sprache, Literatur, Geschichte, Religion, Kunst, Wirtschaft und Wissenschaft, Recht sowie Ethik.[37] Die erste formale Definition geht ebenfalls auf Tylor zurück:

> „Culture [...] is that complex whole which includes knowledge, belief, art, morals, law, customs, and any other capabilities and habits acquired by man as a member of society".[38]

Kultur zeigt sich auf verschiedenen Ebenen.[39] *Block, regionale beziehungsweise nationale Ebene*: Auf der untersten Ebene steht die Kultur eines Blocks, Region oder Nation. Generell wird zwischen fünf großen Kulturblöcken differenziert: dem Westen, dem mittleren Osten, Indien, China und Afrika.[40] Innerhalb dieser Blöcke existieren regionale und hunderte nationale Subkulturen. Beispielsweise gehören die Deutschen und die Franzosen als eigenständige nationale Kulturen zur westeuropäischen Kultur, die wiederum als Region aufge-

---

[34] Mit „einmaliger" Berichterstattung sind auch periodisch wiederkehrende Maßnahmen gemeint. Vgl. dazu *Dürr* (1995), S. 64 f.

[35] Mit „einmaliger" Zusammenkunft sind auch periodisch wiederkehrende Maßnahmen gemeint. Vgl. dazu *Dürr* (1995), S. 91 f.

[36] Vgl. *Tylor* (1871).

[37] Vgl. Brockhaus o. V. (2003).

[38] *Kroeber/Kluckhohn* (1952), S. 46. Vgl. auch *Tubbs/Moss* (2002), S. 12.

[39] Die Hierarchisierung der Kulturebenen in unterste, mittlere und oberste Ebene ist dadurch begründet, da nationale Kultur als Grundlage von Organisationskultur gesehen wird. Vgl. hierzu spätere Ausführungen.

[40] Vgl. *Evans* (1991), S. 14; *McNeill* (1991), S. 22.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

faßt werden kann. Zusammen mit den US-Amerikanern und anderen Nationen bilden sie die westliche Hemisphäre.

Besonders hervorzuheben ist an dieser Stelle die nationale Kultur. Wie im Titel bereits angedeutet, handelt diese Arbeit von kulturell bedingten Verhalten von Investment Professionals. Nationale Kultur beeinflußt die Art und Weise, wie Manager und Mitarbeiter Entscheidungen fällen und ihre Rollen in global agierenden Unternehmen definieren. Hofstede erklärt nationale Kultur als

> „[...] collective programming of the mind which distinguishes the members of one group or category of people from another."[41]

Er unterscheidet zwischen vier Schichten nationaler Kultur, die unter dem Namen „Zwiebeldiagramm"[42] bekannt wurden, wobei die ersten drei Schichten unter dem Begriff Praktiken summiert werden, da sie gegenüber Außenstehenden sichtbar sind.[43] Symbole sind Worte, Gestik und Objekte mit bestimmter Bedeutung, zum Beispiel Dresscode und Statussymbole. Helden sind lebende oder tote, reale oder fiktive Personen, die bestimmte Charaktereigenschaften aufweisen und in der jeweiligen nationalen Kultur als Vorbilder dienen. Rituale sind kollektive Aktivitäten, wie zum Beispiel Grußformeln oder soziale beziehungsweise religiöse Feierlichkeiten.[44] Schließlich sind Werte „allgemeine Neigungen, bestimmte Umstände anderen vorzuziehen" mit Tendenz zum Plus- oder Minuspol, wie beispielsweise gut versus böse.[45]

Organisationale Ebene: Die darüber liegende Ebene der Organisationskultur (auch Unternehmenskultur oder Firmenkultur) – umfaßt die Art und Weise wie sich die Mitglieder einer bestimmten Organisation verhalten.[46] In bezug auf Investment Professionals ist der Organisationskultur besondere Beachtung zu schenken. Wie an vorhergehender Stelle bereits erwähnt, gehört die Organisationskultur zu den nicht unmittelbar beobachtbaren Determinanten des Kaufverhaltens von Investment Professionals. Die zugrunde liegenden Werte beziehungsweise Annahmen eines Investment Professionals X können andersartig als die eines Investment Professionals Y sein. Die bekannteste Definition von Organisationskultur geht auf Schein zurück. Er beschreibt Organisationskultur als

> „[...] a pattern of basic assumptions invented, discovered, or developed by a given group as it learns to cope with its problems of external and internal integration that

---

[41] *Hofstede* (1997), S. 9 f.

[42] *Hofstede* (2001a), S. 9.

[43] Vgl. *Hofstede* (2001a), S. 9.

[44] Vgl. *Hofstede* (1997), S. 10.

[45] *Hofstede* (2001a), S. 9. Individuen sind sich ihrer Werte oft nicht bewußt, was die Beobachtung erschwert. Vgl. hierzu *DeMooji* (1997), S. 46.

[46] Vgl. *Trompenaars/Hampden-Turner* (1998), S. 7.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

has worked well enough to be considered valid, and to be taught to new members as the correct way to perceive, think, and feel in relation to these problems."[47]

Schein unterscheidet drei Schichten der Organisationskultur, wie in Abbildung 6 gezeigt. Artefakte und Kreationen sind sichtbar, aber oft schwer entzifferbar, wie beispielsweise hör- und sehbares Verhalten von Organisationsmitgliedern. Werte werden von einer Gruppe von Organisationsmitgliedern geteilt, wie zum Beispiel eine konservative Haltung. Die grundlegenden Annahmen sind unsichtbar, wie zum Beispiel die Beziehung des Menschen zu seiner Umwelt.[48] Beispielsweise ist in diesem Zusammenhang denkbar, daß manche Investment Professionals eine eher konservative Investmentpolitik verfolgen, während andere eher progressiv vorgehen. Die Werte beziehungsweise grundlegenden Annahmen der einen Organisationskultur sind also eher vorsichtig und beharrend ausgeprägt, die der anderen eher begegnend und fortschreitend.

Berufliche Ebene: Die oberste Ebene umfaßt so genannte Bereichskulturen beziehungsweise Berufskulturen, die sich innerhalb einer Organisation voneinander abgrenzen, wie beispielsweise Sell-Side- versus Buy-Side-Abteilungen. Untersuchungen haben ergeben, daß Mitarbeiter der gleichen Abteilungen eine bestimmte berufliche und ethische Orientierung teilen.[49]

In der wissenschaftlichen Diskussion steht seit einiger Zeit die Unterscheidung zwischen nationaler Kultur und Organisationskultur. Drei Denkrichtungen dominieren dabei die Diskussion. Die erste Gruppe geht davon aus, daß beide Konzepte untrennbar sind,[50] während die zweite Gruppe annimmt, daß Organisationskultur nationale Kultur beeinflußt.[51] Die dritte Gruppe argumentiert, daß nationale Kultur stets als Grundlage der Organisationskultur dient. Laurent schlug als Vertreter der dritten Denkrichtung vor, Scheins Konzept der Organisationskultur auf die oberste Ebene der Artefakte und Kreationen zu reduzieren. Nach Laurent passen sich Organisationsmitglieder den verhaltensbezogenen Bedingungen einer Organisation an, ohne daß dieser Prozeß ihre Werte und grundlegenden Annahmen angreift.[52] Eine Untersuchung ergab, daß sich deutsche Mitarbeiter den Gepflogenheiten ihrer US-amerikanischen Kollegen anpaßten, indem sie sich bei Benutzung der englischen Sprache gegenseitig mit Vornamen anredeten. Sobald die Deutschen untereinander wieder Deutsch sprachen, wechselten sie wieder zur förmlichen Anrede mit „Sie" und dem Nachnamen. Die Deutschen paßten ihr Verhalten also an die US-amerikanisch geprägte Organisationskultur an, ohne daß ihre tatsächlichen Werte dadurch er-

[47] *Schein* (1997), S. 9.
[48] Vgl. *Schein* (1980), S. 4.
[49] Vgl. *Trompenaars/Hampden-Turner* (1998), S. 7.
[50] Vgl. *Tayeb* (1996), S. 99 ff.; *Hofstede et al.* (1990), S. 286 ff.
[51] Vgl. *Kutschker* (2001), S. 12.
[52] Vgl. *Laurent* (1992), S. 181; *Schein* (1997), S. 13.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schüttert oder gar verändert wurden. Wolf zeigte ebenfalls einen signifikanten Einfluß der nationalen Kultur auf die Organisationskultur.[53]

Im Rahmen dieser Arbeit wird angenommen, daß der Kaufverhaltensprozeß von Investment Professionals – von Informationsaufnahme, Informationsverarbeitung und Informationsdistribution bis zur Anlageentscheidung – kulturell bedingt ist und zwar durch Unterschiede in der jeweiligen nationalen Kultur. Konsequenterweise müßte der Kommunikationsprozeß zwischen Publikumsgesellschaft und Investment Professionals somit kulturelle Unterschiede berücksichtigen. Demnach lautet die zentrale und erste Hypothese dieser Arbeit:

H1: Je größer der kulturelle Unterschied zwischen IR-Manager und Investment Professional ist, desto differenzierter müssen IR-Stimuli in bezug auf kulturelle Eigenschaften eines Investment Professionals gestaltet werden.

Das folgende dritte Kapitel der Publikation erarbeitet Ansatzpunkte eines Stimulus-Organismus-Reaktions-Modells des kulturell bedingten Verhaltens von Investment Professionals, indem relevante Theorien der Verhaltens- und Werteforschung kombiniert werden. Durch die Aufspaltung in S-O-R wird versucht, sich der zentralen Hypothese (Hypothese 01) zu nähern.

C. Hypothesenbasierte Ansatzpunkte

Wie bereits gezeigt wurde, umfaßt der Kommunikations- und Informationsprozeß der Investor Relations mindestens drei Individuen: den IR-Manager, den Finanzanalysten und den Portfolio-Manager. Der Informationsprozeß findet auf der Seite der Investment Professionals statt und ist die Folge eines Kommunikationsprozesses mit einem IR-Manager. Im folgenden ersten Unterkapitel wird zunächst der Stimulus des S-O-R-Modells auf kulturell bedingte Aspekte untersucht. Dabei geht es vor allem um die Informationsbereitstellung durch den IR-Manager. Im zweiten Unterkapitel wird der Organismus des Investment Professionals seziert, indem auf kulturell bedingte Probleme der Informationsaufnahme und Informationsverarbeitung eingegangen wird. Im dritten und letzten Unterkapitel werden die Einflüsse von Kultur auf die Reaktion des Organismus betrachtet, wobei es sich um die Entscheidung über die Informationsweitergabe auf Seite des Finanzanalysten beziehungsweise um die Entscheidung der Transaktion auf Seite des Portfolio-Managers handelt.

[53] Vgl. *Wolf* (2003), S. 153 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

I. Stimulus der Investor Relations

Die essentielle Grundlage der Informationsübertragung ist Kommunikation. Kommunikation rührt vom lateinischen Wort „communicare" her und bedeutet „teilen". Im Kommunikationsprozeß kommt es allerdings nicht nur auf das Teilen von Informationen, sondern auch auf die Berücksichtigung von Emotionen und Einstellungen sowie auf das Verhalten des Gegenübers an. Relevant ist, was der Empfänger wahrnimmt – wie er Sender und Botschaft auffaßt – und weniger, was der Sender beabsichtigt zu übermitteln. Kommunikation ist die „Vermittlung von Bedeutung" zwischen Sender und Empfänger und erst dann erfolgreich, wenn der Empfänger die Botschaft in der Weise verstanden hat, wie sie vom Sender gemeint war.[54]

Es wird angenommen, daß es gerade auf interkulturellen Schauplätzen, auf denen sich eine Vielzahl von Individuen mit unterschiedlichem kulturellen Hintergrund tummeln, möglich ist, daß eine Botschaft durch kulturelle Störsignale falsch wahrgenommen wird. Im interkulturellen Kommunikationsprozeß ist die Informationsquelle das Gehirn des Senders und der Transmitter seine Stimme, Mimik und Gestik, die verbale und nonverbale Signale in Richtung des Empfängers senden.[55] Beim Sender liegt auch das erste kulturell bedingte Störsignal; durch bestimmte Werte und Normen der eigenen Kultur schickt der Sender eine kulturell „gefärbte" Botschaft.

Die Informationsübertragung findet in der mündlichen Kommunikation über die Luft, in der schriftlichen Kommunikation zum Beispiel per Brief oder in der elektronischen Kommunikation zum Beispiel per Telefon, Video-Conferencing oder online über Internet statt. Die Informationsübertragung birgt das zweite kulturell bedingte Störsignal. Vor allem beim Einsatz technischer Medien liegen die Präferenzen verschiedener Kulturen weit auseinander. Während zum Beispiel in westlichen Kulturen der Conference-Call Einzug in den Geschäftsalltag genommen hat und persönliche Zusammenkünfte ersetzt, ist der Einsatz dieses Mediums in Asien weitgehend verpönt. Dort liegt die Präferenz weiterhin auf dem persönlichen Gespräch.

Beim Empfänger übersetzt der invertierte Transmitter die gesendeten Signale zurück. Hierbei kann die zweite kulturell bedingte Störung auftreten; denn der Empfänger interpretiert anhand von Werten und Normen seiner Kultur. Liegen Werte und Normen von Sender und Empfänger auseinander, erreicht die Botschaft beziehungsweise die Information ihr Ziel gestört. Ist der Sender beispielsweise ein Deutscher, dann übermittelt er eine bestimmte Botschaft unter-

---

[54] *Blom/Meier* (2002), S. 73 f.

[55] Verbale Signale sind sprachlichen Ursprungs. Nonverbale Signale umfassen Mimik und Gestik, wie z. B. Blickkontakt, Territorialmarkierung, Stimmvolumen und Intonation. Vgl. *Blom/Meier* (2002), S. 80 ff.; *Molcho* (1998), S. 85 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bewußt nach den Schablonen der deutschen Kultur. Seine Sprache, Mimik und Gestik sind somit kulturell geprägt. Der japanische Empfänger interpretiert die Botschaft anhand der japanischen Schablone. Probleme entstehen dann, wenn zum Beispiel eine bestimmte Geste des Deutschen eine andere, möglicherweise negative Bedeutung in Japan hat.

Übertragen auf die Thematik dieser Arbeit ist der Sender ein IR-Manager und der Empfänger ein Investment Professional. Die Botschaft ist der IR-Stimulus, der auf den Investment Professional trifft. Durch die Internationalität auf den globalen Finanzmärkten treffen IR-Manager auf kulturell unterschiedliche Investment Professionals. Infolgedessen können im Kommunikationsprozeß Störungen auftreten. Welche verheerenden Folgen dies auf den globalen Aktienmärkten für Publikumsgesellschaften haben kann, wenn eine Botschaft vom Empfänger falsch aufgefaßt wird, ist vorstellbar. Die zweite Hypothese lautet demnach:

H2: Je größer der kulturelle Unterschied zwischen IR-Manager (Sender) und Investment Professional (Empfänger) ist, desto störanfälliger ist der Kommunikationsprozeß.

Das folgende Unterkapitel befaßt sich mit der Informationsaufnahme durch den Empfänger und dem sich anschließenden Informationsverarbeitungsprozeß.

II. Organismus des Investment Professionals

Das vorhergehende Unterkapitel hat sich bereits mit kulturellen Störfaktoren auf der Seite des Empfängers – des institutionellen Investors – befaßt. Nun soll zunächst der so genannte Informationsprozess im engeren Sinne,[56] der im Organismus des Investment Professionals stattfindet, näher beleuchtet werden. Achleitner et al. unterscheiden zwischen vier Phasen des Informationsprozesses: Beschaffung, Verarbeitung, Verdichtung und Weitergabe.[57] Diese Arbeit beschränkt sich allerdings auf den Informationsprozeß nach Tölle, der von drei Stufen ausgeht, und zwar der

- Informationsaufnahme,
- Informationsverarbeitung und
- Informationsweitergabe.[58]

[56] Der Informationsprozeß im weiteren Sinne umfaßt auch die Informationsbereitstellung, die durch den IR-Manager vorgenommen wird.

[57] Vgl. *Achleitner et al.* (2001), S. 64 ff.

[58] Vgl. *Tölle* (1983), S. 97 ff. Die Informationsweitergabe wird in Kapitel C.III. behandelt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Begriff der Informationsaufnahme beinhaltet sowohl die aktive Suche als auch die passive Absorption von IR-Informationen. Elementares Konstrukt der Informationsaufnahme als erste Stufe des Informationsprozesses ist das Risiko. Trommsdorff definiert Risiko als Produkt aus Schadenswahrscheinlichkeit und Schadenshöhe. Ein Käufer nimmt Risiko subjektiv wahr, wenn er sich über die psychischen, physischen, sozialen, funktionalen und finanziellen Konsequenzen seiner Kaufentscheidung unsicher ist. Die Informationsaufnahme – vor allem die Suche nach Information – ist tendenziell umso intensiver, je höher das subjektiv wahrgenommene Risiko ist.[59] Beispielsweise macht sich ein Investment Professional, der über die Aktie einer Publikumsgesellschaft entscheiden soll, auf die Suche nach Informationen. Hofstede hat gezeigt, daß Risiko über Kulturen unterschiedlich aufgefaßt wird. Er spricht in diesem Zusammenhang von „Unsicherheitsvermeidung". Durch Technologie, Recht oder Rituale versuchen Kulturen, den Grad der Unsicherheit unterschiedlich stark zu reduzieren. Der Grad der Unsicherheitsvermeidung ist in Japan laut Hofstedes Untersuchungen sehr hoch, was zum Beispiel in formalisierten Organisationsstrukturen zum Ausdruck kommt. Im Gegensatz dazu sind US-Amerikaner eher auf den unteren Stufen der Unsicherheitsvermeidungsskala angesiedelt.[60] Konsequenterweise müßten IR-Manager Investment Professionals entsprechend ihrem kulturellen Hintergrund unterschiedlich intensiv mit Informationen versorgen. Demnach lautet die dritte Hypothese:

H3: Je höher der Grad der Unsicherheitsvermeidung eines Investment Professionals ist, desto intensiver ist die Informationsaufnahme.

Der Informationsverarbeitungskapazität ist auf der zweiten Stufe des Informationsprozesses – der Informationsverarbeitung – Beachtung zu schenken. Anders als in der mikroökonomischen Analyse mit vollkommen rational handelnden Akteuren, die unter anderem über unbegrenzte Kapazitäten der Informationsverarbeitung verfügen, verarbeiten Menschen in der Realität nur ein beschränktes Maß an Informationen.[61] Relevant im Rahmen der beschränkten Informationsverarbeitungskapazität ist unter anderem die Informationsüberlastung, bei der die angebotene Menge an Informationen die mengenmäßige Verarbeitungskapazität übersteigt. Die mengenmäßige Verarbeitungskapazität hängt wiederum von der zur Verfügung stehenden Zeit zur Informationsverarbeitung ab. Bronner stellte signifikante negative Zusammenhänge zwischen Zeitdruck und dem Grad der Informationsgewinnung fest. Das heißt, daß sich ein erhöhter Zeitdruck negativ auf die Menge der gewonnenen Informationen auswirkt. Gleichzeitig hängt nach Bronner die Qualität einer Entscheidung posi-

[59] Vgl. *Trommsdorff* (2002), S. 245.
[60] Vgl. *Hofstede* (2001a), S. 153 ff.
[61] Vgl. *Lindstädt* (2002), S. 1; *Sänger* (2001), S. 140.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tiv vom Ausmaß der Informationsgewinnung ab.[62] Ein sinkender Grad der Informationsgewinnung kann damit nicht sinnvoll sein. Es gilt zu überprüfen, ob auch die Informationsverarbeitung negativ vom Zeitdruck abhängt.

Bezogen auf die interkulturelle Perspektive dieser Arbeit, wird die Zeitdimension der monochromen und polychromen Kulturen nach Hall operationalisiert.[63] Demnach ist Zeit in monochromen Kulturen linear geteilt, das heißt, daß die Mitglieder dieser Kulturen ein Projekt nach dem anderen abarbeiten und sich auf eine einzige Aufgabe konzentrieren. Anders in polychromen Kulturen, die viele verschiedene Aufgaben parallel angehen, da Zeit simultan aufgefaßt wird.[64] Übertragen auf das Geschäftsleben bedeutet dies, daß Mitglieder monochromer Kulturen – wie Deutsche und Japaner – eher unter Zeitdruck geraten, weil sie stärker an einem unbedingt einzuhaltenden Zeitplan hängen. Polychrome Geschäftsleute – zum Beispiel aus Lateinamerika – sind durch Telefonanrufe oder unangekündigte Besuche dagegen eher aus dem Konzept zu bringen, ohne daß dies allerdings zu Zeitdruck führt.[65] Konsequenterweise müssen IR-Manager Investment Professionals entsprechend ihrem kulturellen Hintergrund mengenmäßig unterschiedlich intensiv mit Informationen versorgen. Demnach muß die vierte Hypothese lauten:

H4: Je monochromer das Zeitverständnis eines Investment Professionals und je höher der Zeitdruck sind, desto beschränkter ist die Informationsverarbeitungskapazität bezüglich eines IR-Stimulus.

III. Reaktion des Investment Professionals

Im dritten und letzten Unterkapitel kulturell bedingter Probleme soll die Reaktion von Investment Professionals beleuchtet werden. Wie an vorheriger Stelle bereits ausführlich erläutert, handelt es sich dabei entweder um die Entscheidung eines Finanzanalysten, ob er eine Aktie zum Kauf empfiehlt oder nicht – also der Informationsweitergabe – beziehungsweise ob ein Portfolio-Manager eine endgültige Kaufentscheidung fällt.

Die hierbei relevante Entscheidungstheorie untergliedert sich in zwei Teilgebiete, der präskriptiven und deskriptiven Entscheidungstheorie.[66] Während die präskriptive (auch normative) Entscheidungstheorie versucht, rationale Entscheidungsvorgänge ähnlich eines Rezeptes zu verschreiben, beschreibt die de-

[62] Vgl. *Bronner* (1973), S. 103 ff.
[63] Vgl. *Hall* (1989), S. 41.
[64] Vgl. *Hall/Hall* (1990), S. 7.
[65] Vgl. *Blom/Meier* (2002), S. 63.
[66] Vgl. *Eisenführ/Weber* (2003), S. 2.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

skriptive Entscheidungstheorie tatsächliches menschliches Entscheidungsverhalten. Dies geschieht vor allem mittels sogenannter systematischer Abweichungen von den Axiomen der präskriptiven Entscheidungstheorie. Eisenführ/Weber zählen Referenzpunkteffekte zu den bemerkenswertesten Entdeckungen der deskriptiven Entscheidungstheorie. Sie nennen diesbezüglich das Beispiel der Gehaltserhöhung, die entweder positiv überrascht, falls sie nicht erwartet wurde, oder aber enttäuscht, wenn das Gehalt des Kollegen stärker erhöht wurde.[67] Die Gehaltserhöhung wird also anhand eines Referenzpunktes als Gewinn oder Verlust gesehen; den Effekt, den das Setzen eines Referenzpunktes auf das Entscheidungsverhalten hat, nennt man Referenzpunkteffekt. Essentiell ist in diesem Zusammenhang die Verlustaversion von Entscheidungsträgern, denn Verluste werden generell als schmerzlicher verbucht als gleich hohe Gewinne.[68] Übertragen auf die Thematik dieser Arbeit bedeutet dies, daß der Portfolio-Manager als Entscheidungsträger über eine Investition, seine Entscheidung ex-post anhand von Referenzpunkten (zum Beispiel Kaufpreis oder Höchstkurs) bewertet.[69] Es wird allerdings angenommen, daß der Referenzpunkteffekt interkulturell differenziert betrachtet werden muß.

Hofstede zeigte, daß manche Kulturen eher langfristig, andere eher kurzfristig orientiert sind. So sind ostasiatische Kulturen, wie zum Beispiel die Japaner, langfristig orientiert, was im Geschäftsleben im Aufbau langfristiger Beziehungen, Familiennetzwerken und dem Vorziehen von älteren vor jüngeren Mitarbeitern resultiert. Anders in kurzfristig orientierten Ländern, wie zum Beispiel Deutschland und den Vereinigten Staaten, wo kurzfristige Resultate, strikte Abgrenzung von Arbeit gegenüber Familie und der Einsatz junger Mitarbeiter bevorzugt werden.[70] Ob Referenzpunkteffekte bei asiatischen, langfristig orientierten Investment Professionals ähnlich stark ausgeprägt sind, wie in westlichen, auf kurzfristige Resultate eingestellten Investmenthäusern steht somit zur Debatte. Die fünfte Hypothese lautet demnach:

H5: Je stärker Investment Professionals langfristig orientiert sind, desto schwächer ausgeprägt ist die ex-post empfundene Verlustaversion gegenüber einer bestimmten Entscheidung.

D. Zusammenfassung und Ausblick

Wie die hypothesenbasierten Ansatzpunkte gezeigt haben, bezieht sich die Thematik dieser Arbeit auf eine ganze Reihe separat zu betrachtender Theorien.

---

[67] Vgl. *Eisenführ/Weber* (2003), S. 364 f.

[68] Vgl. *Tversky/Kahneman* (2002), S. 143 ff.; *Benartzi/Thaler* (1995), S. 75 f.

[69] Vgl. *Odean* (1998), S. 1795 f.

[70] Vgl. *Hofstede* (2001a), S. 234 f. u. 237.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Dabei wurden die Probleme anhand eines S-O-R-Modells dargestellt, das wiederum in einen Kommunikationsprozeß zwischen IR-Manager (dem Marketer) und Investment Professional (dem Finanzier) und einen Informationsprozeß auf Seite des Investment Professionals unterteilt wurde.

Die in dieser Publikation tangierten Forschungsgebiete umfassen die Kaufverhaltenstheorie des Konsumenten sowie die verhaltenswissenschaftlichen Finanztheorie (auch Behavioral Finance).[71] An dieser Stelle überschneiden sich also Fragestellungen des Marketing und der Finanzierung. Auch das Forschungsgebiet der IR beinhaltet Aspekte der Kommunikationspolitik, die der Marketingtheorie zugerechnet werden kann.[72] Schließlich wurde die Kulturforschung mit der Theorie der nationalen Kultur und der Theorie der Organisationskultur einbezogen, wobei gezeigt wurde, daß interkulturelle Kommunikation auf Finanzmärkten differenziert zu betrachten ist.[73]

Schon im 16. Jahrhundert wurde entdeckt, daß die Gesetzmäßigkeiten menschlichen Verhaltens kulturabhängig sind.[74] Bezogen auf die heutige Zeit bedeutet dies, daß die stark westlich geprägten, vorwiegend aus den USA stammenden Theorien der Managementlehre nicht unbedingt auf nichtwestliche Kulturen übertragbar sind. Die oben genannten Theorien haben ihren Ursprung meist jedoch in den USA oder Europa. In dieser Arbeit wurde versucht, mittels einer zentralen Hypothese und fünf weiterführenden Hypothesen, Fragen im Hinblick auf die allgemeingültige Anwendbarkeit verschiedener Theorien der IR- und Verhaltensforschung im interkulturellen Licht aufzuwerfen. Eine empirische Überprüfung dieser Hypothesen wäre wünschenswert.

Die IR-Forschung ist zudem aufgefordert, kulturelle Unterschiede in Werten und Verhaltensweisen von Investment Professionals stärker einzubeziehen und zu berücksichtigen. Der Forderung der Kommunikationstheorie – eine Nachricht ohne Störung vom Sender zum Empfänger zu transportieren – ist Rechnung zu tragen.[75] Auf dem Gebiet der Investor Relations ist dies durch „verständliche" Nachrichten zu gewährleisten, wobei der Begriff der „Verständlichkeit" vor allem an die Anpassungsfähigkeit von IR-Managern an kulturelle Unterschiede ihrer Investoren appelliert. „Lokales Denken, globales Handeln" lautet die Aufforderung Hofstedes an das Management heutiger global agierenden

---

[71] Vgl. Kapitel B.II., C.II. und C.III. Einen Überblick über die Theorie der Behavioral Finance liefert z. B. *Goldberg/von Nitzsch* (2000).

[72] Vgl. Kapitel B.III.

[73] Vgl. Kapitel B.IV.

[74] Vgl. *Hofstede* (2001b), S. 374, der sich auf *Michel de Montaigne* (1533-1592) bezieht, der behauptete, daß das, was auf der einen Seite der Pyrenäen gilt, noch lange nicht auf der anderen Seite gelten muß (bezogen auf die kulturellen Unterschiede zwischen Franzosen und Spaniern).

[75] Vgl. *Shannon/Weaver* (1998), S. 4 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Unternehmen.[76] Dies ist nicht nur in bezug auf globales Konsumgütermarketing zu sehen, sondern auch bezüglich der globalen Vermarktung von Aktien, die durch interkulturell sensibilisierte Investor Relations garantiert werden soll. In diesem Kontext kann Marketing und Finanzierung demnach einer Medaille zugerechnet werden.

Literaturverzeichnis

Achleitner, A.-K. / *Bassen*, A. / *Pietzsch*, L. (2001): Kapitalmarktkommunikation von Wachstumsunternehmen: Kriterien zur effizienten Ansprache von Finanzanalysten. Stuttgart.

Achleitner, P. / *Wichels*, D. (2003): Management von Kapitalmarkterwartungen. In: Investor Marketing. Hrsg. v. B. Ebel / M. Hofer. Wiesbaden, S. 51-62.

Allendorf, G. J. (1996): Investor Relations deutscher Publikumsgesellschaften – Eine theoretische und empirische Wirkungsanalyse. Oestrich-Winkel.

Benartzi, S. / *Thaler*, R. (1995): Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. „Quarterly Journal of Economics", Vol. 110, S. 73-92.

Bittner, T. (1996): Die Wirkung von Investor-Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten. Bergisch Gladbach / Köln.

Blom, H. / *Meier*, H. (2002): Interkulturelles Management: interkulturelle Kommunikation, internationales Personalmanagement, Diversity-Ansätze im Unternehmen. Herne / Berlin.

Börsenlexikon o. V. (2003): Definition „Inhaberaktie". http://www.boersenlexikon.de/inhabera.htm. [8. August 2003].

Brockhaus o. V. (2003): Definition „Kultur". http://www.brockhaus.de. [13. August 2003].

Bronner, R. (1973): Entscheidung unter Zeitdruck: Eine Experimentaluntersuchung zur empirischen Theorie der Unternehmung. Tübingen.

Coyne, K. P. / *Witter*, J. W. (2003): Lernen Sie Ihre Aktionäre kennen. „Harvard Business Manager", Februar 2003, S. 35-47.

– (2002): What makes your stock price go up and down. „McKinsey Quarterly", Nr. 2 /2002.

DeBondt, W. F. M. / *Thaler*, R. H. (1990): Do security analysts overreact? „American Economic Review", Vol. 80, S. 52-57.

DeMooji, M. (1997): Global Marketing and Advertising: Understanding Cultural Paradoxes. Thousand Oaks.

Dürr, M. (1995): Investor Relations: Handbuch für Finanzmarketing und Unternehmenskommunikation. München / Wien.

Ebel, B. / *Hofer*, M. B. (2003): Investor Marketing als Herausforderung. In: Investor Marketing. Hrsg. v. B. Ebel / M. B. Hofer. Wiesbaden, S. 17-25.

[76] Vgl. *Hofstede* (2001b).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Eisenführ, F. / *Weber*, M. (2003): Rationales Entscheiden. Berlin.

Ellis, C. D. (1985): How to manage investor relations. „Financial Analysis Journal", Vol. 41, März / April, S. 34-41.

Evans, D. A. (1991): The Cultural and Political Environment of International Business: A Guide for Professionals. Jefferson.

Faitz, C. (2000): Wer sind Analysten, und wie arbeiten sie? In: Finanzkommunikation. Kurspflege durch Meinungspflege – Die neuen Spielregeln am Aktienmarkt. Hrsg. v. L. Rolke / V. Wolff. Frankfurt am Main: F.A.Z.-Institut, S. 171-179.

Faltz, F. (1999): Investor Relations und Shareholder Value: Die Kommunikation zwischen Unternehmen und Investoren. Wiesbaden.

GACCNY o. V. (2000): IR in den USA. New York.

Goldberg, J. / *von Nitzsch*, R. (2000): Behavioral Finance – Gewinnen mit Kompetenz. München.

Hall, E. T. (1989): The Dance of Life. New York.

Hall, E. T. / *Hall*, M. R. (1990): Hidden Differences: Doing Business with the Japanese. New York.

Hank, B. (1999): Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären. Zur Gestaltung von Investor Relations. Frankfurt am Main.

Hartmann, H. K. (1968): Die Publikumsgesellschaft und ihre Investor Relations: Die Analyse der großen deutschen und amerikanischen Publikumsgesellschaften unter relevanten Gesichtspunkten. München: Diss., Ludwig-Maximilians-Universität München.

Hofstede, G. (2001a): Culture's Consequences. Thousand Oaks.

– (2001b): Lokales Handeln, globales Denken: Interkulturelle Zusammenarbeit und globales Management. München.

– (1997): Cultures and Organizations: Software of the Mind. New York.

Hofstede, G. / *Neuijen*, B. / *Ohavy*, D. (1990): Measuring Organizational Cultures: A Qualitative and Quantitative Study across Twenty Cases. „Administrative Science Quarterly", Vol. 35.

Homburg, Ch. / *Krohmer*, H. (2003): Marketingmanagement: Strategie – Instrumente – Umsetzung – Unternehmensführung. Wiesbaden.

Janik, A. (2002): Investor Relations in der Unternehmenskommunikation – Kommunikationswissenschaftliche Analysen und Handlungsempfehlungen. Wiesbaden.

KAGG (1998): Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. April 1957 mit allen späteren Änderungen einschließlich der Änderungen vom 21. Juni 2002. In: BGBl.I 1957, S. 378.

Kroeber, A. L. / *Kluckhohn*, C. (1952): Culture: A Critical Review of Concepts and Definitions. New York.

Kutschker, M. (2001): Culture in International Management. In: „Leitfaden zur Arbeitskonferenz „Internationale Kooperationen kleiner und mittelständischer Betriebe", Berlin, 20. / 21. Dezember 2001, S. 12-13.

Laurent, A. (1992): The Cross-Culture Puzzle of Global Human Resource Management. In: Globalizing Management: Creating and Leading the Competitive Organization. Hrsg. v. V. Pucik / N. M. Tichy / C. K. Barnett. Indianapolis.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Lehar, A. / *Randl*, O. (2003): Chinese Walls in German Banks. Wien / Vancouver.

Lindstädt, H. (2003): Entscheidungsstrategien bei beschränkter Verarbeitungskapazität für Informationen: Eine Typisierung und Zusammenfassung empirischer Ergebnisse. Handelshochschule Leipzig: Text zur Veranstaltung „Strategisches Management in der Informationsökonomie", Wintersemester 2002 / 2003.

McCormack, G. (1999): Conflicts of Interest, Chinese Walls and Investment Management, „International and Comparative Corporate Law Journal", Vol. 1(1), S. 30.

McNeill, W. H. (1991): The Rise of the West: A History of the Human Community with a Retrospective Essay. Urbana / Chicago.

Meffert, H. (2000): Marketing: Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung. Wiesbaden.

Mindermann, H.-H. (2000): Investor Relations – Eine Definition. In: Investor Relations: Professionelle Kapitalmarktkommunikation. Hrsg. v. DIRK. Wiesbaden, S. 25-27.

Molcho, S. (1998): Körpersprache. München.

Nix, P. (2000): Die Zielgruppen von Investor Relations. In: Investor Relations: Professionelle Kapitalmarktkommunikation. Hrsg. v. DIRK. Wiesbaden.

Odean, T. (1998): Are Investor Reluctant to Realize their Losses? „Journal of Finance", Vol. 53, S. 1775-1798.

Puri, M. (1996): Commercial banks in investment banking: Conflict of interest or certification role? „Journal of Financial Economics", Vol. 40, S. 373-401.

Sänger, H. (2001): Investor Relations im Internet: eine Untersuchung auf der Grundlage funktionenorientierter und institutionenökonomischer Überlegungen. Frankfurt am Main.

Schein, E. H. (1997): Organizational Culture and Leadership: A Dynamic View. San Francisco.

– (1980): Organizational Psychology. Englewood Cliffs.

Schmidt, H. (2000): Die IR-Instrumente. In: Investor Relations: Professionelle Kapitalmarktkommunikation. Hrsg. v. DIRK. Wiesbaden, S. 45-57.

Shannon, C. E. / *Weaver*, W. (1998): The Mathematical Theory of Communication. Urbana / Chicago.

Tayeb, M. H. (1996): The Management of a Multicultural Workforce. West Sussex.

Tölle, K. (1983): Das Informationsverhalten der Konsumenten: zur Nutzung u. Wirkung von Warentestinformationen. Frankfurt am Main / New York.

Trommsdorff, V. (2002): Konsumentenverhalten. Stuttgart.

Trompenaars, A. / *Hampden-Turner*, C. (1998): Riding the Waves of Culture: Understanding Cultural Diversity in Business. London.

Tubbs, S. L. / *Moss*, S. (2002): Human Communication: Principles and Contexts. New York.

Tversky, A. / *Kahneman*, D. (2002): Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model. In: Choices, Values, and Frames. Hrsg. v. D. Kahneman / A. Tversky. New York, S. 143-158.

Tylor, E. B. (1871): Primitive Cultures. New York.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Velte, G. (2003): Markenartikel Aktie: Zur professionellen Gestaltung des Dialoges zwischen Aktiengesellschaften und Anlegern. „Kompetenz – Public Relations und Management", Nr. 12, Düsseldorf.

Weber, J. (2000): Globale Erfahrungen – empirische Untersuchungen in den USA zum Geschäft mit dem Vertrauen. In: Finanzkommunikation. Kurspflege durch Meinungspflege. Die neuen Spielregeln am Aktienmarkt. Hrsg. v. L. Rolke / V. Wolff. Frankfurt am Main, S. 210-231.

Weise, K. (2003): Global kommunizieren. In: Strategisches Aktienmarketing: Erfolgreich mit dem Kapitalmarkt kommunizieren. Hrsg. v. A. Hülsbömer / B. Frien. Frankfurt am Main, S. 117-120.

Wichels, D. (2001): Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysten: Eine empirische Untersuchung zum Informationsbedarf von Finanzanalysten in der Automobilindustrie. Wiesbaden.

Wiehle, U. (2002): Internationale Investor Relations. In: Moderne Investor Relations: Instrument der strategischen Unternehmensführung. Hrsg. v. M. Diegelmann / F. Giesel / S. Jugel. Frankfurt am Main, S. 137-168.

Wolf, C. (2003): Marktorientierte Organisationskultur zur Koordination und Integration von Ingenieuren und Marketingexperten. Möglichkeiten ihrer Anwendung in Großbritannien und Deutschland. Berlin.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Selektionsstrategien im Venture Capital-Geschäft

Von Egon Franck und Carola Jungwirth

A. Einleitung

Venture Capitalisten sind Intermediäre, die sich auf die Finanzierung von Neugründungen spezialisiert haben.[1] Dabei bieten sie potentiellen Unternehmensgründern nicht nur Kapital, sondern auch Beratung, Beziehungen und Branchen-Know-how, die für die Gründer oft wichtiger sind als das Kapital selbst.[2] Weil die Unternehmensgründer in frühen Gründungsphasen keine oder keine ausreichenden Sicherheiten bereitstellen können, finanzieren Venture Capitalisten in der Regel mit Eigenkapital, das ihnen zwar hohe Gewinne im Erfolgsfall und Mitsprachrechte zum Erreichen des Erfolgs sichert, das sie aber beim Scheitern eines Projekts komplett verlieren. Daher sind sie bei der Auswahl von Projekten mit hohen Adverse Selection-Risiken konfrontiert. Diese betreffen die Qualität und die Marktchancen des Projekts, die Entwicklung des Marktes insgesamt und die Qualität des Gründers oder Gründerteams. Venture Capitalisten berichten immer wieder, daß die Beurteilung des Gründers oder Gründerteams das fehleranfälligste Element innerhalb des Selektionsprozesses sei: „Nearly every mistake I have made in this business has been in picking up the wrong people", äußert zum Beispiel Arthur Rock, einer der erfolgreichsten Venture Capitalisten überhaupt.[3] Wohl aus diesem Grund räumt die empirische Literatur im Rahmen der Erfolgsfaktorenforschung der Analyse gründungsrelevanter Persönlichkeitsmerkmale einen hohen Stellenwert ein.[4]

Aus einer ökonomischen Perspektive allerdings erstaunt die Bedeutung, die der Auswahl der „richtigen" Persönlichkeit zugeschrieben wird. Denn mit dem Selbstselektionsmechanismus hat die Prinzipal Agent-Theorie eine relativ einfache Maßnahme identifiziert. Sie veranlaßt einen nutzenmaximierenden Gründer zur Offenbarung seiner Eigenschaften, indem er einem bestimmten Ver-

---

[1] Vgl. *Zemke* (1995) oder *Spremann* (1998).

[2] Vgl. *Hellmann* (2000).

[3] Zitiert nach *Bygrave/Timmons* (1992), S. 6.

[4] Vgl. *MacMillan et al.* (1985); *Schefczyk/Gerpott* (1998) oder *Baron/Markman* (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tragsangebot zustimmt oder eben nicht.[5] Venture Capital-Verträge sind hochgradig komplex und regeln die Beziehung zwischen Venture Capitalist und Gründer in allen Details. Das müßte es dem Venture Capitalisten eigentlich erlauben, durch Vorlage eines Vertrags wichtige Persönlichkeitsmerkmale wie Einsatz- und Kooperationsbereitschaft sowie die Einschätzung der eigenen Leistungsfähigkeit im Vorfeld zu identifizieren. Würden die Venture Capitalisten einen solchen Vertrag standardisieren, könnten sie die auf die Auswahl von neuen Unternehmen alloziierte Zeit erheblich verkürzen. Tatsächlich zeigen Umfragen jedoch, daß Venture Capitalisten durchschnittlich ein Drittel ihrer Arbeitszeit auf die Selektion von Portfoliounternehmen alloziieren.[6] Dies erscheint auch dann noch ein hoher Zeitanteil zu sein, wenn man berücksichtigt, daß Venture Capitalisten Standard-Verträge an die individuelle Vertragssituation mit einem Gründer anpassen.

Der vorliegende Beitrag untersucht zwei Aspekte der Selektionsproblematik. Zum einen fragt er, warum die Nutzung des sogenannten Selbstselektionsmechanismus für die Auswahl der „richtigen" Gründer generell nicht ausreichen kann. Zum anderen diskutiert er, unter welchen Bedingungen es sich für Venture Capitalisten lohnt, einen hohen Anteil ihrer Gesamtarbeitszeit auf die Auswahl neuer Portfoliounternehmen zu alloziieren. Dazu geht der Beitrag wie folgt vor: Er erläutert zunächst die ökonomische Logik eines Selbstselektionsmechanismus und zeigt, inwieweit Selbstselektion im Venture Capital-Geschäft tatsächlich genutzt wird (Abschnitt B.). Anschließend diskutiert er ökonomisch plausible Gründe für die nicht ausreichende Zuverlässigkeit des Selbstselektionsmechanismus (Abschnitt C.). Der Abschnitt D. setzt sich mit der Beobachtung auseinander, daß die Allokation von Zeit für die Auswahl neuer Unternehmen zwischen den einzelnen Venture Capitalisten stark variiert. Er erläutert, unter welchen Bedingungen sich ein hoher Selektionsaufwand lohnt. Der Beitrag schließt mit einigen weiterführenden Überlegungen.

B. Selbstselektion im Venture Capital-Geschäft

Der Begriff *Self Selection* wurde von *Salop/Salop* (1976) in die Agency-Literatur eingeführt. *Self Selection* beschreibt eine Form der Interessenangleichung, bei der es sich aufgrund bestimmter Vertragsklauseln für den Agenten nicht lohnt, gegen das Interesse des Prinzipals zu handeln. Dem Agenten ist die Bedeutung dieser Absprachen bewußt, und er wird nicht in den Vertrag einwilligen, wenn er seinen eigenen Interessen zuwiderläuft. Die Wirksamkeit des *Self Selection*-Mechanismus hängt davon ab, ob die Prinzipale, hier die Venture Ca-

[5] Vgl. *Salop/Salop* (1976); *Jost* (2001) oder *Picot/Dietl/Franck* (2002).

[6] Vgl. *Jungwirth* (2004) und die in Abschnitt C. zitierten Studien.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

pitalisten, Kriterien konstruieren können, die ungeeignete Agenten von einem Vertragsabschluß abhalten.[7]

Kaplan/Strömberg (2003) untersuchen die Verträge zwischen Venture Capitalisten und Portfoliounternehmen empirisch und erläutern die Anreizwirkung von Gewinnverteilungs- und Kontrollrechten. US-amerikanische Venture Capitalisten nutzen fast ausschließlich so genannte *Convertible Securities,* um die Gewinnverteilung mit den Portfoliounternehmen zu regeln, und auch in anderen Venture Capital-Märkten sind sie auffällig weit verbreitet.[8] Eine *Convertible Security* entspricht einer Wandelanleihe, die unter bestimmten ex ante zu regelnden Bedingungen eine Konversion (Wandlung) von Fremd- in Eigenkapital zuläßt. *Schmidt* (2003) erklärt die dominante Verwendung von *Convertible Securities* mit den starken Anreizen für Venture Capitalist und Portfoliounternehmen, sich für den Erfolg des gemeinsamen Projekts einzusetzen. Der „Trick" besteht darin, daß das Regime des Fremdkapitals das Portfoliounternehmen einerseits daran hindert, Leistungen zurückzuhalten und Ressourcen zu verschwenden. Da Fremdkapital den bevorzugten Zugriff auf das Unternehmensvermögen gewährleistet, müssen die Jungunternehmer nämlich mit sofortiger Liquidation rechnen, sobald sie ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen. Dies schließt zumindest ein längerfristiges Ausnützen diskretionärer Verhaltensspielräume auf Kosten des Venture Capitalisten aus und sorgt für ein effizientes Anstrengungsniveau der Jungunternehmer. Während das Regime des Fremdkapitals den Gründer diszipliniert, bietet die Option, Fremd- in Eigenkapital zu wandeln, für den Venture Capitalisten andererseits den wichtigen Anreiz, sich für das Portfoliounternehmen zu engagieren. Da nur ein Eigenkapitalist von einer Steigerung des Unternehmenswertes profitiert, wird der Venture Capitalist seinen Arbeitseinsatz erhöhen, sobald sich der Erfolg eines Projekts abzeichnet, und in Eigenkapital wandeln, wenn der Wert seiner Anteile mindestens der vereinbarten Rückzahlungssumme entspricht.[9]

Da Venture Capitalisten als Halter der *Convertible Securities* bei Nicht-Wandlung oder vor einer Wandlung als Fremdkapitalgeber fungieren und keine Firmenanteile und damit auch keine verfaßten Mitspracherechte besitzen, si-

---

[7] „A self-selection device is a prizing scheme that causes the applicant to reveal truthful information about himself by his market behavior. Probably the best case of self-selection is recorded in the Old Testament: King Salomon's threat to cut the baby in half caused each ‚mother' to reveal the true feeling for the baby and hence her true identity." *Salop/Salop* (1976), S. 620.

[8] Das von *Kaplan/Strömberg* (2003), S. 282-286 untersuchte Sample umfaßt 200 VC-Investments in 118 neu gegründeten Unternehmen durch insgesamt 14 Venture Capitalisten. Die Situation auf den nicht US-amerikanischen Venture Capital-Märkten stellt sich etwas anders dar. Hier nutzen im untersuchten Sample 54 Prozent *Convertible Securities*. Vgl. *Kaplan et al.* (2003).

[9] Vgl. auch *Cornelli/Yosha* (1997) oder *Bascha* (1998).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

chern sie sich Kontrollrechte über vertragliche Vereinbarungen. Die Elemente dieser Vertragsvereinbarungen stimmen bei den von *Kaplan/Strömberg* (2003) analysierten Verträgen weitgehend überein. Sie regeln

1. die Aufteilung der Stimmrechte zwischen Venture Capitalist und Portfoliounternehmen,
2. die Präsenz des Venture Capitalisten im Vorstand beziehungsweise Verwaltungsrat,
3. die Bedingungen, unter denen das Portfoliounternehmen liquidiert werden kann,
4. die Bedingungen, unter denen ein Meilenstein als erreicht gilt,
5. die Bedingungen, unter denen Fremd- in Eigenkapital umgewandelt wird,
6. den Schutz des Venture Capitalisten vor Verdünnung seiner Anteile in späteren Finanzierungsrunden und
7. die Bedingungen, unter denen der Portfoliounternehmer aus dem Unternehmen aussteigen kann.

Viele der Vertragsklauseln stellen durchaus Härten zu Lasten des Gründers dar: So kann beispielsweise der Venture Capitalist ihm die Finanzierung der nächsten Runde auch dann verweigern, wenn das Unternehmen im ökonomischen Sinne überlebensfähig ist, einfach weil der Gründer ein ex ante vereinbartes Ziel nicht erreicht hat.[10] Auch richtet sich der Wert der vom Gründer gehaltenen Anteile nach seinem Ausstiegszeitpunkt. Je früher er das Unternehmen verläßt, desto weniger sind sie in der Regel wert.[11] Weil die Gründer also nur bei herausragender persönlicher Eignung und herausragendem Einsatz eine Gewinnchance haben und dies auch ex ante wissen, schreiben *Kaplan/Strömberg*[12] Venture Capital-Verträgen durchaus eine selbstselektierende Funktion zu:

> „If entrepreneurs differ in ability, performance sensitive contracts will be relatively more attractive to better entrepreneurs (holding risk-aversion constant). This gives rise to selection effects [...]. Investors can screen out entrepreneurs by offering high-powered compensation contracts because only high-ability entrepreneurs will accept such contracts. Hence, the higher the asymmetric information regarding the ability of the entrepreneurs, the higher the pay performance sensitivity in the contracts offered by the investor."

---

[10] Vgl. hierzu *Sahlman* (1990), S. 507, Fn. 12; *Gifford* (1997, 1998).

[11] Vgl. *Kaplan/Strömberg* (2003), S. 296 ff. Die Venture Capitalisten sichern sich mit dieser Regelung gegen ein Moral Hazard-Risiko ab: Das Projekt existiert zu Beginn ihres finanziellen Engagements vor allem als intangible Ressource, nämlich als Idee im Kopf des Gründers. Diesen strategischen Vorteil könnte der Gründer ohne geeignete vertragliche Regelung opportunistisch ausbeuten. Vgl. *Neher* (1999).

[12] *Kaplan/Strömberg* (2003), S. 296.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Jungunternehmer offenbart seine Fähigkeiten und die eigene Einschätzung seiner Fähigkeiten also, indem er harte Budgetrestriktionen, verbindlich einzuhaltende Meilensteine sowie seine Ablösung akzeptiert, wenn er diese Meilensteine nicht erreicht. Da der Jungunternehmer seine Einlagen in das Unternehmen weitgehend verlieren würde, wenn er das Unternehmen frühzeitig verliert oder verläßt, werden nur die Jungunternehmer den anreizintensiven Verträgen zustimmen, die sich tatsächlich für geeignet halten.[13]

C. Interessenabweichung und „Irrationalität"

Wenn der Venture Capital-Vertrag eine selbstselektierende Wirkung hat, müßten Selektionsprobleme durch die Vorlage eines geeigneten, nämlich ausreichend harten Vertrages eigentlich gelöst sein. Der Venture Capitalist könnte seine Zeit anstatt auf die Auswahl neuer auf die Pflege der im Portfolio befindlichen Unternehmen alloziieren und deren Performance entscheidend verbessern.

Die empirische Evidenz allerdings spricht dagegen, daß Venture Capitalisten sich bei der Auswahl allein auf die Wirksamkeit des Selbstselektionsmechanismus verlassen. Zum einen verwenden Venture Capitalisten im Durchschnitt weitaus mehr Zeit für die Auswahl von Portfoliounternehmen, als die Vorlage eines Standardvertrags dies erwarten ließe. Zum anderen streut die auf die Auswahl alloziierte Zeit zwischen den Venture Capitalisten sehr stark. *Jungwirth/Moog* (2004a, 2004b) sowie *Jungwirth* (2004) zeigten empirisch, daß Venture Capitalisten im deutschsprachigen Raum im Durchschnitt 35 Prozent ihrer Zeit der Auswahl neuer Portfoliounternehmen widmen. Der Anteil streut allerdings zwischen nahezu Null und 90 Prozent. *Smart* (1999) befragte US-amerikanische Venture Capitalisten, wie viel Zeit sie für die Evaluation von Portfoliounternehmen aufwenden, die sie bereits in die nähere Auswahl gezogen hatten. Es waren zwischen vier und 290 Stunden. *Zider* (1998) schätzt, daß der typische US-amerikanische Venture Capitalist etwa 2.000 Stunden pro Jahr arbeitet und circa 10 Portfoliounternehmen betreut. Nur 40 Prozent seiner Zeit alloziiert er auf die Betreuung dieser 10 Unternehmen, jedoch 60 Prozent auf die Auswahl neuer Unternehmen und auf sonstige Aktivitäten.

Aus Sicht der Venture Capitalisten sprechen zwei Gründe dafür, der alleinigen Selbstselektionswirkung von Venture Capital-Verträgen zu mißtrauen: Der Selbstselektionsmechanismus basiert zum einen auf der Annahme, daß dem Prinzipal die Konstruktion eines Interessen angleichenden Kriteriums gelingt. Als Profitmaximierer machen für den Venture Capitalist vor allem solche Kriterien Sinn, die auf das Gewinninteresse des Gründers abzielen. Verfolgt der

[13] Vgl. *Sahlman* (1990) und *Kaplan/Strömberg* (2001).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Gründer neben dem Gewinninteresse noch andere Interessen, so sind Vertragskonstruktionen, die allein das Gewinninteresse als entscheidendes Kriterium abfragen, nicht ausreichend, den „richtigen" Gründer auszuwählen. Die zweite Annahme unterstellt, daß der Gründer die Härten des Vertrags auch versteht und von einer Vertragsunterzeichnung absieht, wenn er sich nicht für geeignet hält. Empirisch festgestellte Phänomene wie „*overconfidence*" oder mangelnde Introspektionsfähigkeit unterlaufen diese Annahme und erfordern ebenfalls zusätzlichen Zeiteinsatz für die Selektion.

Franck/Opitz (2001) analysieren das Phänomen der Interessenabweichung zwischen Venture Capitalisten und Gründern und arbeiten ein wichtiges Gründungsmotiv jenseits des Gewinnmaximierungsziels heraus: Die Chancen einer Unternehmensgründung, so argumentieren sie, liegen nicht nur in den potentiellen Profiten, sondern auch in einer Steigerung des Signalwertes über relevante Persönlichkeitsmerkmale, die auch im Fall eines Scheitern des Start-ups ihre Gültigkeit behält. Denn mit der Gründung beweisen junge Unternehmer „ausgeprägte analytische Fähigkeiten, hohe Belastbarkeit, Flexibilität, Teamgeist und Durchhaltevermögen", und damit „Eigenschaften, die zunehmend auch von etablierten Unternehmen in anderen Branchen nachgefragt werden."[14] Wenn von einem ehemaligen Vorstand eines Start-ups eine gute Performance bei der Leitung einer Holding oder ähnliches erwartet werden kann, bietet die Unternehmensgründung ein Karrieresprungbrett, das bisher den großen Beratungsunternehmen wie McKinsey oder der Boston Consulting Group vorbehalten war. Diese Beratungen boten und bieten deswegen so ausgezeichnete Einstiegsmöglichkeiten in wichtige Positionen großer Unternehmen, weil sie sich auf die Selektion von Humankapital spezialisiert hatten und die potentialträchtigsten Kandidaten aus dem Arbeitskräftepool zusätzlich über die Vielzahl von Beratungsprojekten mit marktrelevanten Managementskills ausstatteten.[15] Während aber bei ehemaligen Beratern überlegene Managementfähigkeit lediglich zu erwarten ist, haben Unternehmensgründer diese tatsächlich bewiesen. *Franck/Opitz* (2001) halten Unternehmensgründungen deswegen für einen neuen „Wettbewerber unter den ‚Filteranlagen' für Humankapital".

Es erscheint plausibel, daß Gründer neben dem Interesse, einen für sie selbst und den Venture Capitalisten profitablen Gründungserfolg zu erzielen, auch ihre Ausstiegsoptionen im Auge behalten. Schließlich liegt die Wahrscheinlichkeit, mit dem Start-up reich zu werden, nur bei knapp 10 Prozent,[16] und die

---

[14] *Franck/Opitz* (2001), S. 460.

[15] Vgl. *Franck/Pudack* (2000), S. 149 ff., und *Franck/Benz/Pudack* (2004).

[16] Etwa 20 bis 30 Prozent aller Investments scheitern und vernichten das eingesetzte Kapital ganz oder teilweise. 60 bis 70 Prozent sind mäßig erfolgreich, so genannte „Living Deads", die kostendeckend arbeiten oder im besten Fall einen Teil des eingesetzten Kapitals zurückspielen, aber keine Gewinne für den Venture Capitalisten einbringen. Maximal 10 Prozent der Unternehmen sind hoch profitable, so genannte „high flyer",

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Gründer können anders als die Venture Capitalisten das Risiko des Scheiterns nicht über mehrere Projekte diversifizieren. Dies führt zu der Vermutung, daß Gründer sich einen Ausstieg gezielt offen halten, indem sie erstens *Sunk Costs*[17] zu vermeiden und zweitens ihre Lernerfolge zu maximieren versuchen.

Eine Untersuchung von *Bates* (2004) unterstützt diese Vermutung. Das statische Bundesamt der USA (*Bureau of Census*) hatte 1996 eine Kohorte von Unternehmensgründern, die ihre Unternehmenstätigkeit eingestellt hatten, nach den Gründen für das Schließen ihrer Unternehmen befragt. *Bates* (2004) fiel auf, daß 37,7 Prozent dieser Gründer ihre Unternehmenstätigkeit als Erfolg bezeichneten. Sie optierten mit dieser Bewertung gegen die gängige Meinung, daß eine Aufgabe der Unternehmenstätigkeit einem Mißerfolg gleichkäme. *Bates* (2004) suchte in dem Datensatz des *Bureau of Census* nach Gründen beziehungsweise Mustern für diese Bewertung und konnte folgendes zeigen: Es bewerteten diejenigen Gründer ihre Gründungstätigkeit trotz der Schließung als Erfolg, deren *Sunk Costs* der Gründung gering waren, die einen hohen Bildungsabschluß hatten, die in Konstruktions- oder bildungsintensiven Servicebereichen gegründet hatten und die keiner Minderheit angehörten, also weiß und männlich waren. Da die Gründer im Verlauf des Gründungsprozesses Managementwissen und Erfahrung erworben hatten, stiegen – so vermutet *Bates* (2004) – ihre Opportunitätskosten einer selbständigen Geschäftsführung bis zu einem Grad, an dem sich die Fortführung des Geschäfts aufgrund besserer Arbeitsmarktoptionen nicht mehr lohnte. Zwar macht *Bates* (2004) keine Aussagen über die Art der Finanzierung der Gründungen, dennoch erinnern sie an die mit Venture Capital finanzierten Internet-Start-ups, die *Franck/Opitz* (2001) ihren Überlegungen zugrunde gelegt hatten, und bestärken deren Analyse.

Zieht man die Konsequenz aus den oben ausgeführten Überlegungen, müssen die Venture Capitalisten mit Gründern rechnen, die einem Gründungserfolg zwar nicht abgeneigt sind, die aber mit der Gründung durchaus auch andere Zielstellungen verfolgen, nämlich eine Verbesserung ihres Signalwertes durch die Produktion glaubhafter, arbeitsmarktrelevanter Signale. Solche Gründer willigen wissentlich in unerfüllbare Vertragsbedingungen ein, weil das Downside-Potential des Projekts durch die geringen *Sunk Costs* für sie limitiert, ihre „Upside-Chancen" aber durch die potentielle Verkürzung des Karriereweges in die höheren Hierarchieebenen erheblich sind.

Das von *Franck/Opitz* (2001) theoretisch analysierte und von *Bates* (2004) empirisch beschriebene Verhalten kann durchaus als rational im Sinne einer

---

die mit hohen Gewinnen an der Börse oder an andere Unternehmen verkauft werden können. Vgl. *Gebhardt/Schmidt* (2002), S. 240 f., und auch *Sahlman* (1990), S. 484; Zider (1998), S. 136, oder *Gompers/Lerner* (2002).

[17] *Sunk Costs* sind irreversible, nicht liquidierbare Investitionen. Vgl. *Besanko et al.* (2000), S. 631.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

langfristigen Gewinnmaximierungsstrategie verstanden werden. Von diesen rationalen Entscheidungsprozessen abzugrenzen sind jedoch „Irrationalitäten" im Sinne kognitiver Begrenzungen, die dazu führen, daß die Unternehmensgründer die Konsequenzen der von ihnen abgeschlossenen Verträge nicht in vollem Umfang verstehen oder ihre eigenen Fähigkeiten nicht korrekt einschätzen. Hier geht es nicht um die intellektuellen Fähigkeiten der Gründer, sondern um Entscheidungsanomalien, die in den letzten Jahren zum intensiv diskutierten Gegenstand der ökonomischen Debatte geworden sind.[18] Phänomene wie übermäßiges Selbstvertrauen („*overconfidence*") können die Entscheidungen von Jungunternehmern systematisch verzerren und so die Wirksamkeit des Selbstselektionsmechanismus außer Kraft setzen.

> „Overconfidence describes the tendency to overestimate the likely occurrence of a set of events. Overconfident people make probability judgements that are more extreme than they should, given the evidence and their knowledge."[19]

Übermäßig zuversichtliche Jungunternehmer werden die Erfolgswahrscheinlichkeit ihrer Gründung überschätzen und auf – aufgrund ihrer persönlichen Fähigkeiten – unerfüllbare Vertragsbedingungen eingehen. Eine mangelnde Introspektionsfähigkeit begleitet das Phänomen des übermäßigen Selbstvertrauens häufig und macht es den Akteuren unmöglich, die eigenen Entscheidungsprozesse nachträglich zu rekonstruieren, zu verstehen und aus ihnen zu lernen.[20] Da ein Großteil der Menschen übermäßiges Selbstvertrauen an den Tag legt, aber nicht darüber reflektiert,[21] müssen Venture Capitalisten damit rechnen, einen Vertragspartner vor sich zu haben, der zwar glaubt, auch die härtesten Vertragsbedingungen erfüllen zu können, sich dabei aber selbst überschätzt.

Zusammenfassend sprechen zwei stichhaltige Gründe dafür, daß Venture Capitalisten sich nicht allein auf die Selbstselektionswirkung von Venture Capital-Verträgen verlassen: Das sind für den Venture Capitalisten nicht faßbare, aber dennoch rationale Intentionen der Gründer, die die Konstruktion geeigneter Selektionskriterien erschweren. Und das sind „Irrationalitäten", die zu einem Versagen geeigneter Selektionskriterien führen, weil sie die Selbstoffenbarungsfähigkeit des Gründers beeinträchtigen. Der Venture Capitalist weiß also trotz der starken vertraglichen Anreizkomponenten nicht, ob der Gründer durch genau diese Anreize zu fassen ist und ob der Gründer sich selbst und seine Fähigkeiten richtig einschätzt.

---

[18] Vgl. zusammenfassend *Franck/Zellner* (2001) oder *Falk/Fehr* (2002).

[19] *Zacharakis/Shepherd* (2001), S. 311.

[20] Vgl. dazu ausführlich *Zacharakis/Meyer* (1998).

[21] Vgl. *Franck/Zellner* (2001).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Das Rätsel stark variierender Selektionszeiten

Mit den oben aufgezeigten Schwächen des Selbstselektionsmechanismus sind alle Venture Capitalisten konfrontiert, so daß nur geringe Unterschiede in bezug auf die Selektionszeit von Venture Capitalisten zu erwarten wären. Daher verwundern die weiter oben präsentierten gegenteiligen empirischen Befunde. Sie zeigen, daß manche Venture Capitalisten nahezu keinen und andere einen Großteil ihrer Zeit der Selektion von Unternehmen widmen. Diese Beobachtung könnte auf die Zeitbegrenzung der Venture Capitalisten zurückzuführen sein, die sie bei der Allokation von Zeit auf Selektions- oder Betreuungsaktivitäten mit einem Trade-off konfrontiert: Die Zeit für die Auswahl eines Unternehmens fehlt bei der Betreuung der im Portfolio befindlichen Unternehmen und umgekehrt.

I. Trade-offs bei der Strategiewahl

Diese zeitliche Ressourcenbegrenzung zwingt den Venture Capitalisten zu wichtigen strategischen Grundsatzentscheidungen, die sich auf die Portfoliogröße, also die Anzahl der im Portfolio gehaltenen Unternehmen, auf die Art der betreuten Unternehmen und auf die Betreuungsstrategie selbst beziehen. Je größer die Anzahl der Unternehmen im Portfolio eines Venture Capitalisten, desto besser kann er die unternehmensspezifischen verhaltensunabhängigen Risiken diversifizieren. Da der Venture Capitalist die Gründer durch seinen Zeiteinsatz aber an opportunistischem Verhalten hindert, Know-how-Lücken ergänzt und damit die Überlebens- und Erfolgswahrscheinlichkeit eines Portfoliounternehmens erheblich verbessert, kann er aufgrund seiner zeitlichen Begrenzungen nur relativ wenige Unternehmen in sein Portfolio aufnehmen.[22] Venture Capitalisten lösen diesen Trade-off durch Syndizierung, das heißt durch die Finanzierung von Projekten gemeinsam mit anderen Venture Capitalisten.[23]

Auch bei der Entscheidung über die Art der betreuten Unternehmen sind die Venture Capitalisten mit einem Trade-off konfrontiert. Die Risiken lassen sich nicht nur über die Anzahl der im Portfolio gehaltenen Unternehmen streuen, sondern auch über die Anzahl der Branchen, in die investiert wird. Wenn beispielsweise die Risiken der Bau- und der Fahrzeugbranchen nicht oder sogar negativ korreliert sind, könnte sich der Venture Capitalist mit einer Streuung seiner Investitionen über diese Branchen absichern. Allerdings erfordert jedes Investment in eine neue Branche geistige und persönliche Setup-Kosten, die eine Streuung über viele Branchen erschweren. *Jungwirth* (2004) und *Jung-*

[22] Vgl. *Cumming* (2001); *Kanniainen/Keuschnigg* (2003).

[23] Vgl. *Lerner* (1994); *Lockett/Wright* (2001); *Brander et al.* (2002); *Lehmann/Boschker* (2003) oder *Jungwirth/Moog* (2004a).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wirth/Moog (2004b) haben gezeigt, daß eine Diversifizierung im Low-Tech-Bereich durchaus möglich ist und von den Venture Capitalisten als Chance zur Risikostreuung auch wahrgenommen wird, daß aber im High-Tech-Bereich vor allem auf eine Branche spezialisierte Venture Capitalisten anzutreffen sind. Die Venture Capitalisten diversifizieren ihre Risiken hier eher über die Phasen als über die Branchen. Dieses Verhalten scheint plausibel: je weniger komplex die Produkte, desto geringer die Setup-Kosten, um in einer Branche investieren zu können. Sind diese Setup-Kosten allerdings hoch, müssen sie durch die im Zuge einer Spezialisierung entstehenden Economies of Scale amortisiert werden. Eine Streuung der Investments über die Phasen trägt deswegen zu einer Risikominimierung bei, weil der Gründungsprozeß eine intangible Geschäftsidee in ein tangibles Unternehmen transformiert. Eine Investition in einer späteren Phase hat daher besser abschätzbare Erfolgsaussichten und bietet dem Investor außerdem Sicherheiten in Form tangibler Vermögensgegenstände. Der Investor legt damit bei einer Streuung über die Phasen – auch wenn er nur innerhalb einer Branche investiert – nicht „alle Eier in einen Korb".

Eine weitere Grundsatzentscheidung bezieht sich auf die Frage, ob der Venture Capitalist einen größeren Teil seiner Zeit auf die Selektion oder einen größeren Teil auf die Betreuung seiner Unternehmen alloziieren soll. Der Trade-off dieser Grundsatzentscheidung stellt sich wie folgt dar: Je mehr Zeit der Venture Capitalist auf die Auswahl neuer Unternehmen alloziiert, desto besser gelingt es ihm, die „wahren" Intentionen der Gründer abzuprüfen, deren kognitive Begrenzungen zu erfassen und einzuschätzen und die Qualität der Projekte zu prüfen. Je besser die Qualität des von ihm ausgewählten Projekts, desto geringer ist die Betreuungszeit, die er später für das Projekt aufwenden muß. Durch den intensiven Selektionsaufwand verbessert der Venture Capitalist damit seine Chancen, die besten Projekte aus dem Pool aller angebotenen Projekte herauszufischen. Auf der anderen Seite ist es ebenfalls eine plausible Strategie, „zu nehmen, was kommt", um diese Projekte dann mit Hilfe des persönlichen Engagements und Know-hows zum Erfolg zu führen.

II. Typen von Venture Capitalisten und Strategiewahl

Jungwirth (2004) und *Jungwirth/Moog* (2004b) haben sich ausführlich mit der Frage auseinandergesetzt, unter welchen Bedingungen welche der oben skizzierten Option die bessere ist und dabei einen engen Zusammenhang zwischen der Art der im Portfolio gehaltenen Unternehmen (High-Tech oder Low-Tech) und der Allokation der Zeit auf Selektions- und Betreuungsaktivitäten ermittelt. Sie zeigen, daß für Venture Capitalisten, die im High-Tech-Bereich tätig sind, die sich also auf eine Branche spezialisieren, die Fokussierung auf die Selektion neuer Unternehmen die vorteilhaftere Option ist. Venture Capitalisten dagegen, die sich im Low-Tech-Bereich angesiedelt haben, alloziieren

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ihre Zeit gewinnbringender auf die Betreuung der im Portfolio befindlichen Unternehmen. Dieses Ergebnis mag zunächst einmal überraschend erscheinen, denn es sind die auf High-Techs spezialisierten Venture Capitalisten, die eine große Menge an Branchenwissen akkumuliert haben und daher dem Gründer mit ihrem Know-how zur Seite stehen können.[24] Erklärlich wird das Kalkül der Venture Capitalisten, wenn man deren Wettbewerbsposition im gesamten Kapitalmarkt in das Kalkül einbezieht.

1. Kalkül des auf High-Techs spezialisierten Venture Capitalisten

So hat ein auf Biotechnologie spezialisierter Venture Capitalist gegenüber einem Bankmanager, der über eine Kreditvergabe entscheidet, zwar erhebliche Wissensvorsprünge. Gegenüber dem Gründer, der seit vielen Jahren in der Biotechnologie forscht, seine Dissertation in diesem Bereich geschrieben hat und innerhalb der Biotechnologie ein Spezialist für sein Forschungsfeld ist, bestehen aber dennoch hohe Informationsasymmetrien. Um also tatsächlich über die Notwendigkeit einer neuen Versuchsreihe entscheiden zu können, die die Produkteinführung weiter verschiebt, müßte der Spezialist trotz seines Wissens wiederum erhebliche projektspezifische Setup-Kosten investieren. Er ist dabei auf die Kooperationsbereitschaft des Gründers angewiesen, auf die er aber nicht zählen kann. Der Gründer weiß, daß es im Interesse des Venture Capitalisten liegt, ihn durch ein professionelles Management zu ersetzen, sobald sich der intangible Vermögensgegenstand „Wissen im Kopf des Gründers" in einen tangiblen Vermögensgegenstand, nämlich ein funktionsfähiges Unternehmen, umgewandelt hat.[25] Transferiert er nun sein Wissen zum Venture Capitalisten, muß er tendenziell eher mit einer Ablösung durch ein professionelles Management rechnen, als wenn er die Informationsasymmetrien gegenüber dem Venture Capitalisten aufrechterhält. Der Schaden, der ihm dabei entsteht, hängt von seinem Vertrag ab. Wird er für seine Anteile zum Austrittszeitpunkt ausbezahlt, kann er an dem zukünftigen Marktwert des Unternehmens nicht mehr partizipieren und verliert damit den Großteil der Rückflüsse aus jahrelanger Forschungstätigkeit. Aber auch wenn der Gründer seine Anteile als stiller Gesellschafter weiterhin hält, kann eine solche Entmachtung doch einen Teil des Nutzens aus der Unternehmensgründung (Präferenz für Selbstverwirklichung etc.) vernichten.

Weil die Informationsasymmetrien hoch sind und er nicht mit Kooperation rechnen kann, lohnt es sich für den Venture Capitalisten nicht, auf der operativen Ebene des Portfoliounternehmens zu intervenieren. Die projektspezifischen Setup-Kosten sind prohibitiv. Dagegen kann er bei einer Allokation seiner Zeit

[24] Vgl. ausführlich zur Definition von High-Techs *Baruch* (1997).
[25] Vgl. *Neher* (1999).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auf die Auswahl neuer Unternehmen echte Wettbewerbsvorteile gegenüber anderen Finanzinstitutionen und anderen Venture Capitalisten realisieren. Sein spezifisches Wissen erlaubt eine überlegene Projektbeurteilung, so daß er sich die besten Projekte aus dem Pool ziehen kann. Und es erleichtert ihm die Formulierung und Aushandlung der Meilensteine, auf deren Basis er seine Monitoring-Funktion wahrnehmen wird. Ein stärkeres Abstellen auf Betreuung verursacht ihm dagegen hohe Opportunitätskosten, weil er seine Selektionsvorteile nicht ausspielen kann.[26]

2. Kalkül des auf Low-Techs spezialisierten Venture Capitalisten

Auch für den auf Low-Tech-Unternehmen spezialisierten Venture Capitalisten könnte eine Intensivierung seiner Selektionsanstrengungen auf den ersten Blick vorteilhaft scheinen. Die von ihm betreuten Projekte zeichnen sich durch eine geringe Komplexität und damit durch eine leichte Verständlichkeit aus. Gelingt es ihm hier, „die besten" Projekte aus dem Pool zu fischen, hält sich der spätere Betreuungsaufwand ohnehin in Grenzen. Denn es verursacht keine hohen Transaktionskosten, für ein gutes Projekt und ein geschickt agierendes Gründungsteam Meilensteine klar zu definieren, zu verhandeln und deren Einhaltung zu kontrollieren. Allerdings sind die Betreuungskosten auch dann nicht all zu hoch, wenn der Venture Capitalist etwas „schlechtere" Projekte wählt und diese intensiver betreut. Denn da die Projekte wenig komplex sind, wird der Venture Capitalist opportunistisches Verhalten der Gründer schnell entdecken und kann ihnen außerdem ohne weitere Setup-Kosten mit Rat und Tat zur Seite stehen. Aus dieser Perspektive ergeben sich keine Anhaltspunke für die Favorisierung einer Betreuungsstrategie.

Daß die im Low-Tech-Bereich tätigen Venture Capitalisten ihre Zeit dennoch schwerpunktmäßig auf die Betreuung ihrer Portfoliounternehmen alloziieren, liegt an der Konkurrenzsituation auf dem Kapitalmarkt. Wenn dem Venture Capitalisten bei der Auswahl und der Überwachung beziehungsweise Unterstützung von Low-Techs keine nennenswerten Kosten entstehen, dann entstehen diese Kosten auch anderen potenziellen Kapitalgebern nicht (Banken, private Investoren). Die Vorteile des Venture Capitalisten als Intermediär erodieren aber, wenn alle Marktakteure die gleiche Leistung zu nahezu gleichen Kosten

[26] Diese Argumentation widerspricht einer in der Literatur geäußerten Vermutung, wonach High-Tech-Projekte betreuungsintensiver sind als Low-Tech-Projekte. Es handle sich um Wissenschaftler bzw. Ingenieure, die wenig oder keine Managementerfahrung haben, und die deswegen den Aufbau eines Unternehmens nicht alleine bewältigen können. Auch diese Argumentation scheint plausibel. In der einzigen hier bekannten Studie, die diesen Zusammenhang empirisch getestet hat, konnte allerdings keine Evidenz für diese Vermutung gefunden werden. Vgl. *Elango et al.* (1995), S. 161 u. 168.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bereitstellen können. Bei der Selektion von Portfoliounternehmen haben Banken unter Umständen sogar Vorteile, weil sie dem Gründer bessere Bedingungen (zum Beispiel gute Zinskonditionen statt des Verkaufs von Anteilen) bieten können. Die Fokussierung auf Betreuungsaktivitäten erweist sich in diesem Fall als effizient: Gegeben, daß Banken einen Zugriff auf die besten Projekte im Low-Tech-Bereich haben, ist der Venture Capitalist ohnehin mit den Projekten konfrontiert, die weiterhin im Pool verbleiben. Weil der Markt überschaubar und die Projekte relativ leicht beurteilbar sind, sieht er schnell, welche Projekte für eine Finanzierung in Frage kommen, so daß eine weitere Suche vergleichsweise geringe zusätzliche Informationen bringt. Dagegen steigert jede zusätzlich Zeiteinheit für Betreuung die Projektqualität, da die Betreuung tatsächlich vorhandene Defizite ausgleichen kann. Betreuung und Beratung ist außerdem eine zusätzliche Dienstleistung, die die Venture Capital-Finanzierung für junge Unternehmen attraktiv macht, die sich aufgrund knapper finanzieller Ressourcen keine Beratung leisten können. Auf diesem Weg realisiert der auf Low-Techs spezialisierte Venture Capitalist seine Wettbewerbsvorteile gegenüber anderen Kapitalanbietern.

Die Existenz unterschiedlicher Typen von Venture Capitalisten erklärt, warum die Selektionszeiten zwischen den Venture Capitalisten stark variieren. Und dies, obwohl alle Venture Capitalisten bei der Selektion von Gründern nicht wissen, welche Intention in Bezug auf den Gründungserfolg und welche Fähigkeiten zur Einschätzung seiner persönlichen Leistungsfähigkeit der Gründer hat. Allerdings erzielen unterschiedliche Typen von Venture Capitalisten aufgrund ihrer jeweiligen Marktpositionierung jeweils unterschiedliche Erträge aus der Allokation von Zeit auf die Selektion oder Betreuung von Portfoliounternehmen. Während es sich für die einen lohnt, nach den besten Portfoliounternehmen zu suchen, weil kein anderer Wettbewerber einen gleich guten Zugriff auf die im Pool befindlichen Unternehmen hat, müssen die anderen ohnehin „nehmen, was kommt", weil die Wettbewerber bei gleich gutem Zugriff oft bessere Finanzierungskonditionen anbieten können.

E. Fazit

Der vorliegende Beitrag setzte sich mit den Selektionsstrategien von Venture Capitalisten auseinander. Er untersuchte zunächst, inwieweit Venture Capital-Verträge als Mittel zur Selbstselektion der „besten" Unternehmensgründer beitragen können. Die besten Unternehmensgründer sind diejenigen, welche über ausgeprägte analytische Fähigkeiten, eine hohe Belastbarkeit, Flexibilität, Teamgeist und Durchhaltevermögen verfügen.[27] Zwar konnten wir zeigen, daß der

[27] Vgl. *Franck/Opitz* (2001), S. 460.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Venture Capital-Vertrag von seiner Anlage her durchaus das Potential hat, nur die besten potentiellen Gründer anzuziehen. Allerdings mußten wir auch zeigen, daß die Wirksamkeit des Selbstselektionsmechanismus durch die Tatsache verwässert wird, daß gute Gründer auch das Zeug zu guten Managern haben. Venture Capitalisten produzieren mit ihrer Finanzierungsentscheidung daher insofern externe Effekte, als sie die Gründer mit Signalen über ihre Fähigkeit ausstatten, die diese wiederum auf dem Arbeitsmarkt gewinnbringend verwenden können. Da diese Signale den Gründern als Karrieresprungbrett dienen, kann sich der Venture Capitalist über die „wahren" Intentionen der Gründer nicht sicher sein, und muß zusätzliche Selektionszeit aufwenden, um die Absichten des Gründers zu durchleuchten. Ein ähnlich gelagertes Problem stellt das Phänomen des übermäßigen Selbstvertrauens dar, das den Gründer daran hindert, seine Fähigkeiten paßgerecht mit den Anforderungen des Venture Capital-Vertrags zu matchen.

Auch wenn diese empirisch gestützten Überlegungen plausibel machen, warum Venture Capitalisten einen erheblichen Teil ihrer gesamten Arbeitszeit für die Selektion neuer Portfoliounternehmen aufwenden, blieb dennoch als Rätsel, warum sich dieser Zeitaufwand von Venture Capitalist zu Venture Capitalist so stark unterscheidet. Die Lösung für dieses Rätsel waren die unterschiedlichen Anforderungen, die die Komplexität der Projekte an die Beurteilungsfähigkeit der Investoren stellt. Während alle Investoren Low-Tech-Projekte ohne Spezialkenntnisse beurteilen können, erfordert die Beurteilung von High-Tech-Projekten erhebliche Setup-Kosten. Damit konkurrieren Venture Capitalisten, die sich auf Low-Tech-Projekte spezialisiert haben, mit Banken und anderen Finanzintermediären, und können sich von diesen vor allem durch das Angebot zusätzlicher Beratungsleistung abheben. Auf High-Techs spezialisierte Venture Capitalisten haben überlegene Selektionsmöglichkeiten. Sie realisieren ihre Wettbewerbsvorteile durch den Einsatz branchenspezifischen Know-hows bei der Projektbeurteilung und profitieren daher stärker von einer Allokation ihrer Zeit auf die Selektion ihrer Portfoliounternehmen statt auf deren Betreuung.

Der vorliegende Beitrag verwies auf einen wichtigen Aspekt des Venture Capital-Geschäfts, der erst allmählich von der wissenschaftlichen und wirtschaftspolitischen Diskussion aufgegriffen wird: Der Venture Capital-Markt ist keineswegs so homogen, wie bislang angenommen wurde. Zwar dienen ähnlich angelegte Venture Capital-Verträge als Hebel, um die Verhaltensrisiken im Umgang mit den Unternehmensgründern zu steuern. Gleichzeitig sind sie jedoch grundsätzlich nicht ausreichend, um über den Weg einer Selbstselektion den Projekterfolg zu garantieren. Da der Komplexitätsgrad der Projekte aber breit streut, sind unterschiedliche Strategien zu deren Bewirtschaftung vorteilhaft. So läßt sich die breite Palette von Venture Capitalisten erklären, die mit jeweils unterschiedlichen Strategien in unterschiedlichen Nischen des Venture Capital-Marktes angesiedelt sind. Diese reichen von der Beratung (und Finan-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zierung) von Klein- und Mittelständischen Unternehmen bis zur Finanzierung von innovativen High-Tech-Unternehmen. Es sind weitere Arbeiten notwendig, um die jeweiligen Nischen und die Strategien, mit denen sie effizient bewirtschaftet werden können, im Detail zu untersuchen. Ein wichtiger Ausgangspunkt für eine solche Analyse scheinen tatsächlich die Komplexität der Projekte und die Anforderungen, die sie an die Beurteilungsfähigkeit der Venture Capitalisten stellen, zu sein. Denn davon, so konnte hier gezeigt werden, hängen die relativen Wettbewerbsvorteile der Venture Capitalisten und damit die Effizienz ihres Zeiteinsatzes ab.

Literaturverzeichnis

Baron, R. A. / *Markman,* G. D. (2003): Beyond social capital: the role of entrepreneurs' social competence in their financial success. „Journal of Business Venturing", Jg. 18, S. 41-60.

Baruch, Y. (1997): High technology organization – what it is, what it isn't. „International Journal of Technology Management", Jg. 13, S. 179-196.

Bascha, A. (1998): Venture Capital, Convertible Securities und die Durchsetzung optimaler Exitregeln. Tübinger Diskussionsbeiträge, Universität Tübingen.

Bates, T. (2004): Analysis of young, small firms that have closed: delineating successful from unsuccessful closures. „Journal of Business Venturing", Jg. 19, in press.

Besanko, D. / *Dranove,* D. / *Shanley,* M (2000): Economics of strategy. New York.

Brander, J. A. / *Amit,* R. / *Antweiler,* W. (2002): Venture-capital syndication: improved venture selection vs. the value-added hypothesis. „Journal of Economics & Management Strategy", Jg. 11, S. 423-452.

Bygrave, W. D. / *Timmons,* J. A. (1992): Venture capital at the crossroads. Harvard University School, Boston.

Cornelli, F. / *Yosha,* O. (1997): Stage financing and the role of convertible dept. IFA Working Paper, London Business School.

Cumming, D. J. (2001): The determinants of venture capital portfolio size: Empirical evidence. Working Paper, School of Business, University of Alberta.

Elango, B. et al. (1995): How venture capital firms differ. „Journal of Business Venturing", Jg. 10, S. 157-179.

Falk, A. / *Fehr,* E. (2002): Psychological foundations of incentives. „European Economic Review", Jg. 46, S. 687-724.

Franck, E. / *Benz,* M.-A. / *Pudack,* T. (2004): Unternehmensberatung als Legitimation. In: Erfolgsmechanismen der Top-Management-Beratung. Hrsg. v. M. Nippa / D. Schneiderbauer. Heidelberg, S. 27-38.

Franck, E. / *Opitz,* Ch. (2001): Internet-Start-ups – Ein neuer Wettbewerber unter den Filteranlagen für Humankapital. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 71, S. 453-469.

Franck, E. / *Pudack,* T. (2000): Unternehmensberatungen und die Selektion von Humankapital. „Die Unternehmung", Jg. 54, S. 145-155.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Franck, E. / *Zellner,* J. (2001): Emotionale Grenzen der Vernunft und ihre Konsequenzen für die Neue Institutionenökonomie. „Managementforschung", Bd. 11, S. 249-276.

Gebhardt, G. / *Schmidt,* K. M. (2002): Der Markt für Venture Capital: Anreizprobleme, Governance Strukturen und staatliche Interventionen. „Perspektiven der Wirtschaftspolitik", Jg. 3, S. 235-255.

Gifford, S. (1997): Limited attention and the role of the venture capitalist. „Journal of Business Venturing", Jg. 12, S. 459-482.

– (1998): Limited entrepreneurial attention and economic development. „Small Business Economics", Jg. 10, S. 17-30.

Gompers, P. A. / *Lerner,* J. (2002): The venture capital cycle. Cambridge and London: The MIT Press.

Hellmann, T. (2000): Venture capitalists: the coaches of silicon valley. Working Paper, Graduate School of Business, Stanford University.

Jost, P. J. (2001): Die Principal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre. Stuttgart.

Jungwirth, C. (2004): Portfolio-, Betreuungs- und Syndizierungsstrategien von Venture Capitalisten – Theorie und Evidenz. Habilitationsschrift eingereicht bei der Universität Zürich zur Erlangung der Venia Legendi in Betriebswirtschaftslehre.

Jungwirth, C. / *Moog,* P. (2004a): Closing the gap or enlarging the pool. Working Paper, University of Zurich.

– (2004b): Selection and support strategies in venture capital financing: high-techs or low-techs – hands-off or hands-on? „Venture Capital", Jg. 6, S. 105-123.

Kanniainen, V. / *Keuschnigg,* C. (2003): The optimal portfolio of start-up firms in venture capital finance. „Journal of Corporate Finance", Jg. 9, S. 521-534.

Kaplan, S. N. / *Martel,* F. / *Strömberg,* P. (2003): How do legal differences and learning affect financial contracts? Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business and University of Lausanne IMD. Chicago.

Kaplan, St. N. / *Strömberg,* P. (2001), Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring. NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Cambridge/MA. April 2001.

– (2003): Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts. „Review of Economic Studies", Jg. 70, S. 281-315.

Lehmann, E. / *Boschker,* K. (2003): Venture capital syndication in Germany: evidence from IPO data. GEABA Discussion Paper 03-02.

Lerner, J. (1994): The syndication of venture capital investment, „Financial Management", Jg. 23, S. 16-27.

Lockett, A. / *Wright,* M. (2001): The syndication of venture capital investments. „Omega", Jg. 29, S. 375-390.

MacMillan, I. C. / *Siegel,* R. / *Narasimha,* P. N. S. (1985): Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. „Journal of Business Venturing", Jg. 1, S. 119-128.

Neher, D. V. (1999): Staged financing: an agency perspective. „Review of Economic Studies", Jg. 66, S. 255-274.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Picot, A. / *Dietl,* H. / *Franck,* E. (2002): Organisation – Eine ökonomische Perspektive. 3. Aufl., Stuttgart.

Sahlman, W. A. (1990): The structure and governance of venture-capital organizations. „Journal of Financial Economics", Jg. 27, S. 473-521.

Salop, J. / *Salop,* S. (1976): Self-selection and turnover in the labor market. „Quarterly Journal of Economics", Jg. 90, S. 619-627.

Schefczyk, M. / *Gerpott,* T. J. (1998): Managerqualifikationen und -fluktuation in Venture Capital-Unternehmen. „Die Betriebswirtschaft", Jg. 58, S. 573-590.

Schmidt, K. M. (2003): Convertible securities and venture capital finance. „The Journal of Finance", Jg. LVIII, S. 1139-1167.

Smart, G. H. (1999): Management assessment methods in venture capital: an empirical analysis of human capital valuation. „Venture Capital", Jg. 1, S. 59-82.

Spremann, K. (1998): Venture Capital – Was ist das? In: Innovation, Venture Capital, Arbeitsplätze: Antworten zu den Kernfragen. Hrsg. v. A. Scheidegger / H. Hafer / G. Scheuenstuhl. Bern u. a., S. 129-143.

Zacharakis, A. L. / *Meyer,* G. D. (1998): A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? „Journal of Business Venturing", Jg. 13, S. 57-76.

Zacharakis, A. L. / *Shepherd,* D. A. (2001): The nature of information and venture capitalists' overconfidence. „Journal of Business Venturing", Jg. 16, S. 311-332.

Zemke, I. (1995): Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften. Analyse des institutionellen Designs deutscher Venture Capital-Gesellschaften. Wiesbaden.

Zider, B. (1998): How venture capital works. „Harvard Business Review", Nov./Dez., S. 131-139.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Quo vadis Bewertungstheorie?

Von Thomas Hering

A. Methodenvielfalt

Die Bewertungstheorie ist ein klassischer „Dauerbrenner" in der Betriebswirtschaftslehre. Versteht man unter Wirtschaften das Disponieren über knappe Ressourcen, so stellt sich unmittelbar die Frage nach dem Ressourcenwert in gegebenen betrieblichen Entscheidungssituationen.

> Der *Wert* von knappen Hilfsquellen (Ressourcen) leitet sich aus ihrem betriebsindividuellen Grenznutzen in bezug auf die zugrunde gelegte erwerbswirtschaftliche Zielsetzung ab.[1] Demnach ist die Veräußerung von Ressourcen nur akzeptabel, wenn der erzielte Erlös deren Wert mindestens erreicht; hingegen erweist sich ein Ankauf unter der Bedingung als zielsetzungsgerecht, daß der Kaufpreis höchstens dem Faktorwert entspricht. Der Wert läßt sich mithin als ein *Grenzpreis* auffassen. Der Grenzpreis ist der *kritische Preis*, bei dessen Realisierung der Eigentumsübergang im Idealfall genau zielsetzungsneutral, im allgemeinen Fall aber gerade noch nicht zielsetzungsverschlechternd wäre. Er markiert daher für den Bewerter die Grenze seiner Konzessionsbereitschaft in den Preisverhandlungen über die Ressourcen.[2] Damit kann der Grenzpreis synonym auch als *Preisgrenze* bezeichnet werden.[3]

Angesichts dieser sehr allgemeinen Wertdefinition bleibt Bewertung ein fast gleichmäßig aktuelles und darum auch alle Moden nachvollziehendes Thema ohne jede Aussicht auf exakte Lösbarkeit unter den Gegebenheiten der realen Welt. Während der didaktisch-hypothetische Fall sicherer Erwartungen für einfache und mittlere Komplexitätsgrade noch analytisch bezwingbar ist, kann bei hoher Komplexität und/oder Unsicherheit nicht mehr mathematisch optimiert werden. Alle für betriebswirtschaftliche Probleme einschlägigen Methoden der Unternehmensforschung kapitulieren vor nichtlinearen und kombinatorischen Beziehungen, zum Beispiel numerisch schon bei einer zu hohen Zahl ganzzahli-

---

[1] Vgl. z. B. *Adam* (1970), S. 25 f. u. 30-42.

[2] In der Theorie der Bewertung ganzer Unternehmungen wird der als Grenzpreis definierte Unternehmenswert als *Entscheidungswert* bezeichnet. Vgl. *Matschke* (1975). Vgl. auch die Beiträge von *Matschke/Witt* und *Schwetzler* in diesem Band.

[3] Vgl. ähnlich *Hering* (2002), S. 59. Die dort gegebene, leichter lesbare Definition sieht noch von möglichen Unstetigkeiten und Ausartungsfällen ab, wie sie auf unvollkommenen Märkten erschwerend hinzutreten können.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ger Variablen und analytisch vor komplizierten oder nicht bekannten funktionalen Zusammenhängen. Das Unsicherheitsproblem wirkt nicht minder fatal; hier gilt, daß

> „wir, mit aller Anstrengung unserer Vernunft, nur eine sehr dunkele und zweideutige Aussicht in die Zukunft haben"[4].

Unter den Gegebenheiten realer, offener Entscheidungsfelder können Bewertungen daher nur noch in heuristischer Weise erfolgen.[5] Damit ist die Bühne frei für eine inzwischen fast unüberschaubare Methodenvielfalt. Je nach Annahmen und Zielen der Modellierung gelangt man zu völlig unterschiedlichen Ansätzen, über deren Wahrnehmung und Gliederung in der Literatur keineswegs Einmütigkeit herrscht.

Wir wollen uns, um im Kerngebiet des Jubilars *Karl Lohmann* zu bleiben, in diesem Beitrag auf ausgewählte finanzwirtschaftliche Bewertungsmodelle beschränken und diese auch nur ganz überblicksartig diskutieren, damit einige aus der Vogelperspektive erkennbare Entwicklungslinien aufgezeigt werden können. Einen Eindruck von der Vielzahl der Ansätze in der finanzwirtschaftlichen Methodenkiste vermittelt nachstehende exemplarische Aufzählung:

> „marktorientierte Ansätze (Arbitragefreiheitsbedingung und Duplikation); individualistische Ansätze (nur die Nutzenvorstellungen und die Risikoeinstellung des Bewerters sind relevant); hybride Ansätze (semi-objektivistisch, semi-subjektiv etc.); Sicherheitsäquivalent-Ansatz; Risikozuschlags-Methode (und andere Praktikerregeln); Kapitalwert und interner Zins; Discounted-Cash-flow-Methode, EVA (Economic Value Added), WACC; Risikoanalyse und Risikoprofil-Methode; Marktzinsmethode; CAPM-basierte Ansätze; Totalmodelle und endogene Grenzzinsfüße"[6].

Einfachste Gliederungen sind dichotom. Sie haben den Vorteil, die Spannung von Gegensatzpaaren zu erzeugen, damit klar zu polarisieren und kontroverse Diskussionen um wesentliche Elemente der miteinander konkurrierenden heuristischen Bewertungsphilosophien zu fördern. Daher sollen die Bewertungsschulen hier dichotom gegliedert werden, obwohl dies natürlich eine grobe Vereinfachung der akademischen Gedankenwelt darstellt. Auch meine Auswahl der erwähnten Autoren erhebt nicht einmal ansatzweise Anspruch auf Vollständigkeit; die umfassende – auch wissenschaftshistorische – Monographie zur Bewertungstheorie ist ein Forschungsdesiderat.

Beim Versuch, einen möglichst großen Teil der in der Bewertungsliteratur aufzufindenden Verfahren nach nur einem Kriterium zu scheiden, stößt man wiederum auf mehrere mögliche Komplementärpaare, die zwar bedeutungsmäßig nicht unkorreliert erscheinen, aber keineswegs äquivalent sind und erst recht

---

[4] *Kant* (1788), S. 265 f.

[5] Vgl. *Adam* (1996), S. 10 ff.

[6] *Bamberg/Dorfleitner/Krapp* (2004), S. 101 (im Original als Aufzählung hinter Punkten ohne Semikola).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nicht von allen Autoren in gleicher Weise aufgefaßt und abgegrenzt werden. So lassen sich zum Beispiel investitions- und finanzierungstheoretische, subjektive und objektive, individualistische und marktorientierte sowie deutsche und angelsächsische Hauptrichtungen gegenüberstellen.

Unter der die Entwicklung der Bewertungslehre betonenden Fragestellung „*Quo vadis* Bewertungstheorie?" erscheint das letztgenannte Begriffspaar am trennschärfsten. Dies mag zunächst überraschen, da nationale Abstammung *prima facie* nichts mit ökonomischer Theorie zu tun hat – aber eben nur auf den ersten Blick; denn die Betriebswirtschaftslehre gehört ungeachtet ihres rationalen Wesenskerns[7] zu den Kulturwissenschaften. Mit dem *homo oeconomicus* allein bleibt die ökonomische Theorie unvollständig. Unterschiedliche Wertdefinitionen, historisch gewachsene Problemwahrnehmung, heuristische Planungsvorlieben, Literaturrezeption, Zitierhäufigkeit und die herrschende Meinung in einer Geisteswissenschaft sind sehr wohl auch kulturell erklärbar. Hierauf möchte der vorliegende Beitrag die Aufmerksamkeit lenken.

Zunächst werden im folgenden Kapitel B. die hauptsächlichen Bewertungsschulen einander gegenübergestellt. Alsdann sind im Kapitel C. verschiedene Bewertungsparadoxe zu diskutieren, deren Wahrnehmung oder Ablehnung als Paradoxe offenbar schulenabhängig ist. Kapitel D. diagnostiziert als tiefere Ursache für das zunehmende Übergewicht der angelsächsischen Schule keine wissenschaftlichen, sondern vielmehr kulturelle Gründe. Abschließend wird eine Prognose zur Beantwortung der im Titel des Beitrags gestellten Frage gewagt.

B. Bewertungsschulen

I. Deutsche Schule

1. Klassische Bewertungstheorie

Die Klassiker der deutschen Bewertungsschule schufen im 19. Jahrhundert die subjektive Wertlehre. Jeder Wirtschaftsstudent des ersten Semesters wird mit den *Gossen*schen Gesetzen vertraut gemacht, nach denen der individuelle Grenznutzen von der Zielsetzung und der Güterausstattung des jeweiligen Bewerters abhängt.[8] Demnach hat das erste Bier in einer Kneipe für den Gast einen höheren Wert als das zehnte – ab einer bestimmten Bierausstattung fragt

[7] Das Wirtschaftlichkeitsprinzip in der Maximum- oder Minimumvariante ist von geradezu naturwissenschaftlicher Strenge; es definiert mathematische Optimierungsaufgaben.

[8] Etwas unbescheiden vergleicht *Gossen* die Bedeutung seiner „Gesetze des menschlichen Verkehrs" mit derjenigen der Erkenntnisse von *Kopernikus*. Vgl. *Gossen* (1854), S. V.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Gast nichts mehr nach, obwohl der Marktpreis des Bieres unverändert bleibt. Der subjektive Bierwert hat dann den objektiven Bierpreis unterschritten, das heißt, der Kapitalwert des Weitertrinkens ist negativ und das Weitertrinken (nicht nur ökonomisch) unvorteilhaft. Diese überaus klare und notwendige begriffliche Trennung von Wert und Preis liegt auch der berühmten und wirkungsmächtigen österreichischen Grenznutzenschule zugrunde, als deren Vertreter hier lediglich *Menger* und *v. Böhm-Bawerk* genannt seien.[9]

Aufbauend auf *Gossen* und der Wiener Schule (die im erbitterten Streit mit der historischen Schule *v. Schmollers* lag) entwickelte sich die Bewertungsmethodik, deren Grundlagen schon lange zuvor von der Mathematik in Form der Zins- und Reihenrechnung gelegt worden waren. Bereits *Schmalenbach* verwendet die allgemeine Formel des Ertragswerts mit großer Selbstverständlichkeit.[10] Der Spezialfall des Ertragswerts als Barwert einer (endlichen oder ewigen) Rente war im Deutschen Reich und in der Donaumonarchie längst Gemeingut von Gesetzgebung[11] und Literatur[12]. Wohlbekannt waren auch Subjektivität, Zukunftsbezogenheit und Grenzpreiseigenschaft des Werts.[13]

2. Moderne Bewertungstheorie

Durch die Zäsur der Weltkriege trat eine Stagnation in der deutschen Bewertungslehre ein, die erst in den sechziger Jahren des 20. Jahrhunderts überwunden werden konnte. Beflügelt durch die neuen Methoden der linearen Optimierung, gelingt *Hax*, *Laux* und *Franke* die Übertragung der Kapitalwert- und Ertragswertmethode auf den realistischen Bewertungsfall des unvollkommenen Kapitalmarkts.[14] Damit werden die von *Schmalenbach* beschriebenen optimalen Geltungszahlen[15] berechenbar. Nach einigen Irrwegen zurück zu objektiven und objektivierten Wertvorstellungen bringt der Durchbruch der funktionalen Bewertungslehre die klassische Erkenntnis der Zweck- und Subjektabhängigkeit

---

[9] Vgl. als grundlegendes Werk der subjektiven Wertlehre *Menger* (1871), zum Zins *v. Böhm-Bawerk* (1884); zur deutschen Schule und ihrer traditionellen Nichtwahrnehmung durch Angelsachsen und Franzosen vgl. *Streißler* (1997).

[10] Vgl. *Schmalenbach* (1917), S. 3, Fußnote (!) 1.

[11] Das Reichserbschaftsteuergesetz schrieb für land- oder forstwirtschaftliche Grundstücke den Ertragswert als das Fünfundzwanzigfache des Reinertrags vor, was einem „ewigen" Kapitalisierungszins von 4% entspricht. Vgl. *Mirre* (1913), S. 172 ff.

[12] Vgl. etwa zur Bewertung von Bergwerken *Freyberg* (1907), S. 76; *Pütz* (1911), S. 90.

[13] Vgl. z. B. *Mirre* (1913), S. 156 ff., 160, 175 f.; *Strate* (1915), S. 12 f.

[14] Vgl. *Hax* (1964); *Laux/Franke* (1969). Zur Anwendung auf kurzfristige Planungsprobleme vgl. *Deppe/Lohmann* (1989).

[15] Vgl. *Schmalenbach* (1947).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

des Wertes wieder zur vollen Geltung. *Matschke* definiert den allgemeinen mehrdimensionalen Entscheidungswert, der außer der Grenzpreiskomponente noch andere relevante Dimensionen abbildet.[16]

Vertreter der Kapitalmarktgleichgewichtstheorie erliegen bisweilen dem Mißverständnis, der Entscheidungs- oder Ertragswert sei kein markt- oder kapitalmarktorientiertes Verfahren.[17] Sofern das Bewertungssubjekt und das Bewertungsobjekt keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben, ist natürlich der Kapitalmarkt entscheidungsirrelevant. Dennoch sind alle anderen Güter- und Finanzmärkte relevant, die im Entscheidungsfeld liegen, in welches das Bewertungsobjekt eingebettet ist. Auch ein Hausbankkreditzins stellt für das nachfragende Unternehmen selbstverständlich (s)einen Marktzins dar.

Man vergegenwärtige sich auch die Kursbildung im amtlichen Handel der Aktienbörse, die ja wohl unzweifelhaft ein Markt ist: Kursbildend sind die aus individuellen Markterwartungen abgeleiteten subjektiven Entscheidungswerte (Grenzpreise, zutage tretend als „Limits"), aus denen der umsatzmaximale Kassakurs als objektiver Marktpreis des Tages resultiert. Man sollte nicht behaupten, die Anleger kalkulierten ihre Limitierungen nicht „marktorientiert", wenn sie zum Beispiel als Entscheidungshilfe beim Aktienkauf die Ertragswertmethode verwenden, mit ihrem individuellen Opportunitätszins ihres relevanten Marktes und mit ihrer individuellen Marktpreiserwartung für den künftigen Verkauf der Aktien an der Börse.

Zur Behandlung des immer stärker in den Vordergrund tretenden Unsicherheitsproblems dienen entscheidungstheoretische Verfahren wie die flexible Planung.[18] Die zunehmende Verfügbarkeit schneller Rechner erlaubt auch die Implementierung von Szenario-, Sensitivitäts- und Risikoanalysen sowie anderen Simulationen. Hierdurch kann das Unsicherheitsproblem zwar nicht beseitigt, aber doch für den Entscheidungsträger plastisch herausgearbeitet werden.

II. Angelsächsische Schule

1. Klassische Bewertungstheorie

Angelsächsische Bewertungsklassiker im betriebswirtschaftlichen Sinne treten erst stärker in Erscheinung, nachdem Deutschland durch den Ersten Weltkrieg in seiner Rolle als machtvolle Wirtschafts- und führende Wissenschaftsnation geschwächt worden ist. Sie können ihre Herkunft aus der österreichischen Grenznutzenschule nicht verleugnen und leisten in dieser Tradition wertvolle

---

[16] Vgl. *Matschke* (1975). Zur Anwendung der funktionalen Lehre vgl. exemplarisch *Hering/Olbrich* (2002) und die dort genannte Literatur.

[17] Verblüffend und in ihrer Naivität auch erheiternd war die Begründung, mit der ein angesprochener Kollege vor Jahren die Mitarbeit an einem von mir herausgegebenen Sammelband ablehnte: Er wolle nicht an einer Publikation mitwirken, in der die Institution des Kapitalmarkts abgelehnt werde!

[18] Vgl. z. B. *Laux* (1971).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Beiträge für die Bewertungstheorie. Zunächst genannt sei *Fisher*, der zu Beginn seines die Sicht des vollkommenen Kapitalmarkts prägenden Hauptwerks *v. Böhm-Bawerk* seine Reverenz erweist.[19] *Fishers* Name ist in Gestalt des auf ihn zurückgehenden berühmten Separationstheorems allen Grundstudiumsstudenten geläufig.

Den entscheidenden Schritt hin zum unvollkommenen Kapitalmarkt gehen *Dean* und *Hirshleifer*. Ersterer entwickelt das einperiodige Grundmodell der Kapitalbudgetierung. *Hirshleifer* zeigt, daß bei auseinanderfallendem Soll- und Habenzins die *Fisher*-Separation zusammenbricht und die subjektive Zielsetzung (wieder) bewertungsrelevant wird. Im *Dean*-Modell und im *Hirshleifer*-Fall entsteht das Dilemma der Lenkpreistheorie: Der richtige Kalkulationszins für die Kapitalwertmethode ist modellendogen, also erst zusammen mit der gesuchten optimalen Lösung des Investitions- und Finanzierungsproblems bekannt.[20]

Parallel zu *Hax* entwickelt *Weingartner* den linearen Optimierungsansatz zur optimalen Planung des mehrperiodigen Investitions- und Finanzierungsprogramms bei unvollkommenem Kapitalmarkt.[21] Während die deutsche Schule diese Richtung bis zur letzten Konsequenz weiter erforscht, wendet sich die angelsächsische schnell von ihr ab. Eine Ursache könnte darin liegen, daß der organisierte Kapitalmarkt in den Vereinigten Staaten eine größere Bedeutung hat als in Europa und daher die *Fisher*-Separation als Vereinfachung häufiger vertretbar erscheint als auf den hausbankgeprägten, unvollkommenen Finanzmärkten der Alten Welt.

2. Neoklassische Bewertungstheorie

Die neoklassische Kapitalmarkttheorie fällt wieder auf *Fishers* Annahme des vollkommenen Kapitalmarkts zurück und wendet sich voll dem bislang nicht befriedigend durchdrungenen Bewertungsproblem unter Unsicherheit zu. Diese Schwerpunktsetzung erweist sich als äußerst ergiebig und bringt einen ganzen Strauß nobelpreisgekrönter Modelle hervor. Der Preis für diese reiche Modellernte besteht allerdings in den teils sehr strengen und idealisierten Annahmen, welche zwar analytische Ergebnisse für Erklärungszwecke erlauben, aber das reale Entscheidungsfeld meist zu stark vereinfachen, um noch zur subjektiven Wertermittlung einsetzbar zu sein. In den Gleichgewichtsmodellen gibt es nicht einmal einen Unterschied zwischen Wert und Preis. Daß die Neoklassik das

[19] Vgl. *Fisher* (1930), Widmung und Vorwort, S. X f.
[20] Vgl. *Dean* (1951); *Hirshleifer* (1958).
[21] Vgl. *Weingartner* (1963).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Unsicherheitsproblem nicht lösen kann, hat sie überdies trotz ihrer speziell darauf abzielenden Stoßrichtung mit allen anderen Ansätzen gemein.

Markowitz begründet das Diversifikationsprinzip in seinem berühmten Entscheidungsmodell der Portefeuilleauswahl.[22] Hieraus leiten *Sharpe*, *Lintner* und *Mossin* mit zusätzlichen Annahmen (homogene Erwartungen, Sicherheitszins) das wohl am häufigsten empfohlene Gleichgewichtsmodell ab: das CAPM.[23] *Modigliani* und *Miller* zeigen zunächst, unter welchen (irrealen) Bedingungen die Kapitalstruktur irrelevant ist,[24] bevor sie ihre umstrittene These selbst revidieren, indem sie die Relevanz der Kapitalstruktur bei Existenz von Ertragsteuern herleiten.[25] Damit liegen zugleich die Prototypen der DCF-Verfahren vor.

Ein wesentlich allgemeineres und mächtigeres Bewertungsprinzip entwickeln *Arrow* und *Debreu*: Die arbitragefreie Bewertung erlaubt es, bestimmten Zahlungsströmen durch Duplikation mit Hilfe anderer Zahlungsströme, deren Preise bekannt sind, trotz Unsicherheit logisch zwingend einen Gleichgewichtspreis zuzuweisen.[26] Aus der zu lösenden Arbitragefreiheitsbedingung[27] ergeben sich die als *Arrow-Debreu*-Preise bekannten Zustandspreise reiner Wertpapiere, die gleichsam als Abzinsungsfaktoren einer Kapitalwertmethode unter Unsicherheit wirken. Mit Zustandspreisen wird die Herleitung der Irrelevanzthese von *Modigliani* und *Miller* fast trivial; auch das CAPM läßt sich als Spezialfall gewinnen. Durch extreme Einschränkung des Raums der möglichen Zustände erlaubt die arbitragefreie Bewertung auch die Ermittlung von gleichgewichtigen Optionspreisen, zum Beispiel im Binomialmodell.[28] Das wohl am häufigsten zitierte neoklassische Modell überhaupt ist aber das stetige Optionswertmodell von *Black* und *Scholes*.[29]

---

[22] Vgl. *Markowitz* (1952).

[23] Vgl. *Sharpe* (1964); *Lintner* (1965); *Mossin* (1966).

[24] Vgl. *Modigliani/Miller* (1958).

[25] Vgl. *Modigliani/Miller* (1963).

[26] Vgl. *Arrow* (1964); *Debreu* (1959).

[27] Auch hier scheint noch einmal eine „österreichische Schule" auf, denn ein grundlegender Trennungssatz der Arbitragetheorie ist das Lemma des (österreich-)ungarischen Mathematikers *Farkas* (1902).

[28] Vgl. *Cox/Ross/Rubinstein* (1979).

[29] Vgl. *Black/Scholes* (1973).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Schulenvergleich

1. Deutscher Erkenntnisvorteil

Durch die vereinfachten Kommunikationsmöglichkeiten und die wachsende ökonomische Vernetzung nehmen deutsche Wirtschaftswissenschaftler in zunehmendem Maße die Forschungsansätze der angelsächsischen Schule wahr. Umgekehrt geschieht das seit dem letzten Weltkrieg nicht mehr; der Wissenstransfer bleibt auf diese Weise eine Einbahnstraße. Den Vorsprung gewinnt dabei natürlich die deutsche Bewertungslehre, weil sie über das Wissen von beiden Schulen verfügt und die jeweils besten Ideen miteinander verknüpfen kann. So bietet es sich beispielsweise an, die angelsächsische Zeit-Zustands-Sichtweise der Unsicherheit mit dem *Hax*-Modell zu verbinden und durch diesen Brückenschlag zwischen den Schulen neue Einsichten sowie bewertungstheoretischen Fortschritt zu gewinnen.

Einige Beispiele zur Arbitragetheorie mögen das verdeutlichen: Mit den Methoden der Investitionstheorie des unvollkommenen Marktes lassen sich die neoklassischen Arbitragefreiheitsbedingungen und *Arrow-Debreu*-Preise nicht nur wesentlich einfacher und einheitlicher herleiten, als dies der angelsächsischen Kapitalmarktgleichgewichtstheorie gelingt. Darüber hinaus sind Verallgemeinerungen auf Märkte mit Geld-Brief-Spannen und Transaktionskosten ebenso leicht möglich. Drittens läßt sich mit der Arbitrage durch Kassenhaltung eine in der angelsächsischen Literatur anscheinend bis jetzt nicht erkannte Theorielücke identifizieren und auf einfache Weise schließen.[30] Nicht zuletzt erweist sich die arbitragefreie Bewertung nach *Arrow/Debreu* als ein mathematischer Spezialfall des Zustands-Grenzpreismodells (ZGPM), welches als Bewertungsmodell für unvollkommene Märkte konstruiert ist und dessen Anwendungsbereich daher weiter reicht als derjenige angelsächsischer Modelle, die an vollkommenen Märkten ausgerichtet sind.[31]

2. Angelsächsische Selbstgenügsamkeit

Während die deutsche Schule also von der fruchtbaren Auseinandersetzung mit der angelsächsischen Schule profitiert, scheint letztere sich selbst genug zu sein und verharrt in einsprachiger Bequemlichkeit:

> „Es ist ein notwendiges Kennzeichen einer Kernzeitschrift, von den amerikanischen Elite-Universitäten dominiert zu werden ... Die US-Amerikaner nehmen nur die US-

[30] Vgl. *Hering* (1998); *Bamberg/Krapp* (2003).

[31] Vgl. *Hering* (1999, 2000). Zu Erweiterungen vgl. *Pfaff/Pfeiffer/Gathge* (2002); *Hering* (2002, 2004); *Brösel* (2002).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Amerikaner wahr, die in den Kernzeitschriften publizieren, und dazu die wenigen Ausländer, die es dahin schaffen."[32]

Welcher Sog von dieser Art „herrschender Meinung" ausgeht, läßt sich an einem besonders erschütternden Beispiel dokumentieren: In einem aktuellen Lehrbuch, das sich bezeichnenderweise ausdrücklich vom „Deutsch der Dichter" (zugunsten unübersetzter Anglizismen) lossagt und – dazu kongenial – für die Bachelor-Ausbildung in St. Gallen geschrieben wurde,[33] wird die Erfindung der Ertragswertmethode dem „amerikanischen Professor *Benjamin Graham*" zugeschrieben und „um 1940" datiert.[34] Angesichts des oben skizzierten Standes der Bewertungstheorie im Kaiserreich und der Fülle an verfügbarer deutschsprachiger Literatur (nicht erst *Schmalenbach* 1917!) ist das schon ein starkes Stück geistesgeschichtlicher Ignoranz und amerikanischer Legendenbildung.[35]

Wenn also auf das Schlagwort der „Internationalisierung" abgestellt wird, sind die deutschen Universitäten wesentlich weltoffener als die meisten angelsächsischen, an denen nur ihr eigenes Idiom gelesen und verstanden wird, was durchaus provinzielle Züge trägt und das Gegenteil von „Internationalität" darstellt.

Die heutige angelsächsische Schule hat die subjektive Wertlehre wieder aus dem Blick verloren und weder die funktionale Bewertung noch die Investitionstheorie des unvollkommenen Marktes rezipiert. Deshalb kommt sie natürlich mit allerlei realen Phänomenen vergleichsweise schlecht zurecht. Da neoklassische Kapitalmarkttheoretiker keinen Unterschied zwischen subjektivem Wert und objektivem Preis kennen, sondern nur den (gleichgewichtigen) „Marktwert", sind an Märkten täglich beobachtbare Abweichungen zwischen Kurs (Marktpreis) und modellgestützt ermitteltem Gleichgewichtspreis für sie verstörend. Sie vermuten, um ihre offenbar zu einfach gestrickten Modelle zu „retten", irrationales Verhalten der Marktteilnehmer und kommen gar nicht auf die Idee, daß subjektive Wertvorstellungen und individuelle Bewertungsmodelle Angebot und Nachfrage erzeugen, die sich auf dem Markt täglich aufs neue im Preis ausgleichen. Wenn der Marktpreis eines Gutes immer und für alle Anbieter und Nachfrager genau dem Wert entspräche, gäbe es außerdem gar keinen wirtschaftlichen Anreiz zum Handel. Im Gleichgewicht existieren keine vorteilhaften Transaktionen mehr, und die Preise bleiben *ceteris paribus* unverändert.

---

[32] *Brinkmann* (2003), S. 53 f., mit Bezug auf die Volkswirtschaftslehre.

[33] Vgl. *Spremann* (2002), S. 13 f., Fußnote 1.

[34] Vgl. *Spremann* (2002), S. 146 ff.

[35] *Spremann* ist Mathematiker und „lehrt im Bereich *Finance*" (*Spremann* (2002), S. 3), was seine Unkenntnis der klassischen betriebswirtschaftlichen Literatur zwar ansatzweise erklärt, aber an so grundlegender Stelle nicht entschuldigt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Mit betriebswirtschaftlichen Bewertungssituationen auf echten Märkten hat das wenig gemein.[36]

> „Die Berücksichtigung von Marktunvollkommenheiten als Ansatzpunkt für Modifikationen der Discounted-Cash-flow-Verfahren liefert ... Möglichkeiten für einen Brückenschlag zwischen ... beiden Theorieströmungen."[37]

Ob die angelsächsischen Schüler diesen berechtigten Ratschlag, sich auch einmal mit den Vorschlägen der wissenschaftlichen Konkurrenz zu befassen, goutieren werden, ist fraglich. Solange betriebswirtschaftliches Problembewußtsein durch unbedingtes Überlegenheitsgefühl der eigenen „School" gegenüber dem Rest der Welt betäubt wird, scheint es bei dem eingangs erwähnten Einbahnstraßenverkehr der wissenschaftlichen Wahrnehmung zu bleiben.

Auf die Dauer erzeugt ein solches Ignoranz- und Selbstbewußtseinsgefälle Rückwirkungen auf die Bewertungslehre im deutschen Sprachraum. Es gibt einerseits eine Neigung von Wissenschaftlern, der international weniger rezipierten Schule den Rücken zu kehren und lieber „Kolonien" der unerschütterlich von sich überzeugten angelsächsischen Schule zu bilden – siehe das obige Beispiel mit dem amerikanischen Nacherfinder der Ertragswertmethode. Andererseits wächst die Bereitschaft deutscher Unternehmen, Praktikerverfahren und andere Beratungsprodukte angelsächsischer Provenienz als angeblich weltweiten Standard oder sogar Stand der Kunst nachzufragen, was wiederum Lehr- und Aufklärungsbedarf hervorruft. Welche merkwürdigen Blüten diese Tendenzen treiben, wird im nächsten Kapitel exemplarisch erörtert.

C. Bewertungsparadoxe

I. Unendlichkeitsparadox

Kruschwitz und *Löffler* widerriefen vor kurzem ihr vermeintliches Unendlichkeitsparadox und ersetzten es durch eine nicht minder kritikwürdige Variante, wiederum *expressis verbis* auf Basis der „angelsächsischen Auffassung"[38] mit Berufung auf *Jensen*-Cash-flows. Sie behaupten, daß sich „Unternehmen, die ewig Gewinne thesaurieren, weil die interne Rendite größer als der Marktzins ist, einer Bewertung mit Hilfe von DCF-Verfahren"[39] entzögen.

Das spricht natürlich sehr gegen die angelsächsische DCF-Denkweise, denn nach „deutscher Auffassung" sind derartige Unternehmen problemlos mit ihrem

---

[36] Zur Kritik an der Gleichgewichtstheorie vgl. *Hering* (1999), S. 93 ff.

[37] *Breuer/Schuhmacher* (2004), S. 133.

[38] *Kruschwitz/Löffler* (2003a), S. 1401.

[39] *Kruschwitz/Löffler* (2003a), S. 1402.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ertragswert bewertbar. Auf einem vollkommenen Kapitalmarkt gilt die *Fisher*-Separation, die es gleichgültig macht, ob die positiven Kapitalwerte ausgeschüttet oder fremdkapitalsparend zur weiteren Investitionsfinanzierung thesauriert werden. Ob und wann Gewinne auszuschütten sind, hat im *Fisher*-Fall nichts mit der optimalen Investitionspolitik zu tun, sondern kann unabhängig von ihr nach den Konsuminteressen der Unternehmenseigner frei bestimmt werden. Das gesamte Ausschüttungspotential zum Betrachtungszeitpunkt besteht deshalb in der Summe der während der Unternehmenslebensdauer zu erwirtschaftenden positiven Kapitalwerte. Nach *Adam Riese* ist das (bei sicheren Erwartungen) entweder eine eindeutig bestimmte Zahl oder aber eine nach oben nicht beschränkte Summe.

Wie das Modell der ewigen Rente beispielhaft zeigt, können ewig lebende Unternehmen ohne weiteres einen endlichen Ertragswert besitzen. Das Dividendenwachstumsmodell wiederum belegt, daß der Ertragswert unendlich groß wird, wenn die angenommene Wachstumsrate der Ausschüttungen nicht kleiner ist als der Marktzins. Ob so eine Parameterwahl realistisch ist, braucht nicht diskutiert zu werden. Paradox ist an ihrem erneuten Verwirrspiel eigentlich nur, daß *Kruschwitz/Löffler* so zäh an der angelsächsischen *Jensen*-DCF-Welt kleben und ihnen dadurch die eigentlich nur deutsche Grundstudiumskenntnisse erfordernde einfache Problemlösung verschlossen bleibt.

Ein echtes Unendlichkeitsparadox entsteht hingegen durch die Voraussetzung des vollkommenen Marktes: Wenn es wirklich möglich ist, ohne jede Obergrenze und Sicherheiten Kredite aufzunehmen, so kann bei unendlichem Planungshorizont immer wieder revolvierend frisches Geld beschafft werden. Die Bedienung des Kapitaldiensts erfolgt stets unbegrenzt durch Aufnahme neuer Schulden, und ein beliebig hohes Konsumausschüttungsniveau läßt sich zu jedem Zeitpunkt *ad infinitum* kreditfinanziert bereitstellen, bis hin zu einer unendlich hohen sofortigen Ausschüttung an die Unternehmenseigentümer. Dieses Gedankenexperiment zeigt, daß die Modellwelt des vollkommenen Kapitalmarkts an Grenzen stößt. Ab einer bestimmten Größenordnung greift in der Realität die Unvollkommenheit des Kapitalmarkts (Verschuldungsgrenzen, Sicherheiten, Geld-Brief-Spannen, bonitätsabhängiger Zins) unbarmherzig durch und weist die muntere angelsächsische Idealwelt des vollkommenen Marktes in ihre theoretischen Gültigkeitsschranken.

II. CAPM- und DCF-Paradox

Paradox erscheint auch, warum in der (nicht nur angelsächsischen) Literatur so stereotyp empfohlen wird, das neoklassische Capital Asset Pricing Model (CAPM) auf betriebliche Investitionsrechnungen und Unternehmensbewertungen, also als Entscheidungsmodell anzuwenden. Warum sollen CAPM-Kapital-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

werte berechnet werden, wenn sie doch im Marktportefeuille ohnehin alle null betragen müßten? Wozu benötige ich den Betafaktor, wenn die Risikoprämie einfach als Differenz zwischen vorgegebenen Parametern, nämlich zwischen Renditeerwartung und Sicherheitszins, berechnet werden kann? Warum ändern sich bei einer autonomen Verschiebung des Sicherheitszinses Erwartungswert und Varianz des Marktportefeuilles, obwohl dieses doch in der Zusammensetzung unveränderlich gegeben ist? Wie verträgt sich der Kauf ganzer Unternehmen durch einzelne Akteure mit dem Marktportefeuille und der Eliminierung des unsystematischen Risikos? Es ist hier nicht der Platz, diese Probleme näher auszuführen.[40] Auf kritische Fragen hört man immer die Antwort, es gebe nun einmal nichts Besseres als das CAPM. Ich fühle mich dabei eher an das Märchen von des Kaisers (gar nicht mehr so) neuen (angelsächsischen) Kleidern erinnert.

Ähnlich wie das CAPM-Dogma läßt sich auch die Schwemme der „Discounted-Cash-flow"-Empfehlungen wohl nur mit übertriebener Ehrfurcht vor der angelsächsischen Bewertungsschule erklären. Praxisorientierte Bewerter pflegen die *Modigliani-Miller*-Formeln (für die drei DCF-Verfahren APV, WACC und Equity) mit dem CAPM zu koppeln, obwohl die jeweiligen Prämissen hinsichtlich Präferenzfreiheit, Planungshorizont und Steuern miteinander unverträglich sind.[41] Zu dieser Paradoxie paßt folgender Kommentar:

> „Beruht nun die erste Gleichung auf anderen Anwendungsvoraussetzungen als die zweite, und setzt man die zweite dann trotzdem in die erste ein, so kommt natürlich eine dritte Gleichung zum Vorschein, von der man ... feststellen muß, daß sie auf widersprüchlichen Annahmen beruht. Mit solchen Gleichungen läßt sich zweifellos rechnen. Trotzdem sollte man das unterlassen, wenn man nicht dabei ertappt werden will, gegen die Gesetze der Logik zu verstoßen."[42]

APV- und WACC-Ansatz liefern im allgemeinen Fall verschiedene Ergebnisse. Im APV-Ansatz wird zur Umgehung von Zirkularitätsproblemen die Höhe des Fremdkapitals als deterministisch (konstant oder schwankend) vorausgesetzt, im WACC-Ansatz die (jeweiligen) Fremdkapitalquote(n). Das eine ist betriebswirtschaftlich so unbegründet wie das andere. Nach der deutschen Bewertungsschule ergeben sich Fremdkapitalbestände und -quoten als Kuppelprodukte des optimalen Investitions- und Finanzierungsprogramms, sind also dem relevanten Konsumentnahmeziel der Eigentümer untergeordnet. Es ist nicht ersichtlich, warum Ausschüttungspotential verschenkt werden soll, nur um den rechentechnischen Anforderungen der DCF-Verfahren gerecht zu werden, die zu allem Überfluß nicht einmal eine Hilfestellung für die Bemessung der Höhe des

---

[40] Vgl. zur CAPM-Kritik allgemein *Hering* (2003), S. 289 ff. Speziell für die Unternehmensbewertung vgl. *Hering* (1999), S. 121 ff.

[41] Zur DCF-Kritik vgl. ausführlich *Hering* (1999), S. 145-167, 177 f. u. 187.

[42] *Essler/Kruschwitz/Löffler* (2004), S. 137 (in anderem Zusammenhang).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

von ihnen geforderten APV-Ziel-Fremdkapitals oder der WACC-Zielkapitalstruktur geben.[43]

> „Die Frage, ob eine wertorientierte Finanzierungspolitik realistisch ist, scheint in der englisch-sprachigen Literatur ein Tabu-Thema zu sein."[44] „Wir sind der Überzeugung, daß in der Zukunft die theoretischen Anstrengungen eher auf eine Erweiterung der DCF-Verfahren (wie etwa riskantes Fremdkapital, die Einbeziehung der Einkommensteuer oder andere Finanzierungspolitiken) [gerichtet sein, *d. Verf.*] sollte[n]"[45].

Den Autoren ist zuzustimmen.[46] Sie weisen der theoretisch nachhinkenden DCF-Methode einen Weg, den die Ertragswertmethode auf Basis der Theorie des unvollkommenen Kapitalmarkts schon längst eingeschlagen hat. Paradox ist nur, warum der theoretisch unterlegenen DCF-Methode „Beine gemacht" werden sollen, statt gleich das verallgemeinerte Ertragswertmodell weiterzuentwikkeln und dadurch den Vorsprung vor der angelsächsischen Bewertungstheorie weiter auszubauen.

D. Diagnose und Prognose

Die oben unter B.III. und C. deutlich gewordene gegenwärtige Überschätzung der angelsächsischen Bewertungsschule ist fachwissenschaftlich rätselhaft. Merkwürdigerweise sind die skizzierten Einseitigkeiten und Widersprüche keiner breiteren Kritik ausgesetzt. Im Gegenteil; finanzwirtschaftliche Autoren sind seit einigen Jahren mehr und mehr gezwungen, den Geßlerhut der herrschenden angelsächsischen Meinung durch entsprechendes Zitieren und Empirieren gebührend zu grüßen. Gar mancher zeitgenössische Zeitschriftengutachter schätzt es überhaupt nicht, wenn Beiträge frecherweise keine angelsächsischen Quellen aufführen. Dahinter steckt der Aberglaube, daß alles Neue seinen Urgrund jenseits des Atlantiks oder doch zumindest jenseits des Ärmelkanals haben müsse, Originäres also unmöglich ohne Rückgriff auf angelsächsische Meister entstehen könne. Amerikanische oder englische Autoren hingegen zwingt garantiert niemand, zum Beispiel *Schmalenbach* anstelle von *Graham* zu zitieren, wenn es um den Ertragswert geht: *Quod licet Iovi, non licet bovi.*

Generell befindet sich unser ganzes Wissenschaftssystem in der Defensive: In einem Akt der kulturellen Selbstaufgabe wird deutschen Universitäten von verblendeten Politikern das angelsächsische Bachelor-Master-System aufge-

---

[43] Vgl. *Hering* (1999), S. 109 f. u. 155 ff.

[44] *Essler/Kruschwitz/Löffler* (2004), S. 138.

[45] *Kruschwitz/Löffler* (2003b), S. 733.

[46] Vgl. auch das bereits oben abgedruckte ähnliche Zitat von *Breuer/Schuhmacher* (2004), S. 133.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

stülpt. Die zur besseren Kontrolle eingerichteten Akkreditierungsagenturen sind erpicht darauf, die zugehörigen Studiengänge und Lehrinhalte zu vereinheitlichen und zu „internationalisieren", das heißt zu amerikanisieren. Amerikanische „Business Schools" gründen bereits Außenstellen in Deutschland, um auch den hiesigen Markt zu erobern. Deutsche Dozenten quälen sich und ihre Studenten mit englischsprachigen Lehrveranstaltungen.[47]

Warum springen so viele Wissenschaftler so willig auf diesen Zug auf? Die Antwort liefert *Brinkmann* in seinem sehr lesenswerten Artikel, in dem er den baldigen „Untergang der Volkswirtschaftslehre in Deutschland, Österreich und der Schweiz"[48] als Folge ihrer besonders beflissenen Selbstamerikanisierung prophezeit:

> „Die Welt der Kultur ist geteilt in ein Zentrum und mindestens eine, häufig mehrere Kolonien. Das Zentrum bestimmt die Inhalte der kulturellen Betätigung und deren Methoden, die Kolonien ahmen diese nach. Das vorzüglichste Instrument, mit dem das kulturelle Zentrum seine Herrschaft errichtet und ausübt, ist die Einführung seiner Sprache ... Denn die Sprache bestimmt das Denken, die Weltsicht, die Methoden, die Inhalte. Die geistige Kolonisierung ist aber auch in der eigenen Sprache der Kolonien möglich; die Übernahme der Sprache des Zentrums kennzeichnet dann die Vollendung der geistigen Unterwerfung. Die Kolonien, fixiert auf das Zentrum, bemühen sich, mit ihren Nachahmungen vom Zentrum als gleichwertig anerkannt zu werden: ein vergebliches Bemühen, das Zentrum schaut mit Verachtung auf die Nachahmer herab, es nimmt sie nicht ernst und deshalb auch nicht wahr. Die Nachahmer ihrerseits ahmen das Zentrum auch darin nach, daß sie die ... übrigen Kolonien und sich selber ignorieren, weil sie wie das Zentrum von der minderen Qualität ihrer eigenen Erzeugnisse und der ihrer Schicksalsgenossen in den übrigen Kolonien überzeugt sind. ... Das einzige, was das Zentrum von den Kolonien übernimmt, sind brillante junge Leute, die es integriert"[49].

Wohl jedem von uns sind Kolonialkollegen bekannt, die in genau diesem Sinne gläubig zum Zentrum USA blicken: *Ex occidente lux*, heißt es für sie, und es gibt für sie keinen höheren Maßstab als „die Staaten".

> Das „Zentrum liegt bei den Elite-Universitäten der USA. Deren Produkte werden von Nationalökonomen weltweit nachgeahmt, diese wiederum werden vom Zentrum ignoriert. ... Dazu sind mindestens notwendig: das Überlegenheitsgefühl und der Herrschaftswillen des Zentrums auf der einen Seite, auf der anderen Seite das Unterlegenheitsgefühl der Kolonien und ihre Bereitschaft, sich dem Zentrum zu unterwerfen. ... Die Kolonisierung, der sich die deutschsprachigen Nationalökonomen so willig unterwerfen, zerstört ihre Kreativität oder läßt sie gar nicht erst aufkommen. ... [Die von den Muttersprachlern aufgegebene deutsche Sprache, *d. Verf.*] verliert die

[47] Wer hier als Nicht-Muttersprachler einwendet, daß seine englischen Vorlesungen nicht schlechter seien als seine deutschen, spricht unfreiwillig dem sprachlichen Niveau seiner deutschen Vorlesungen ein betrübliches Urteil.

[48] *Brinkmann* (2003), S. 60.

[49] *Brinkmann* (2003), S. 55.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Fähigkeit, komplexe Sachverhalte auszudrücken ... Sie sinkt zum Dialekt herab, und das Volk, dessen Muttersprache sie ist, gehört nicht mehr zur Hochkultur."[50]

Um dieses bittere Schicksal abzuwenden, hofft *Brinkmann* auf die Entstehung eines multipolaren Systems mit mehreren Zentren, die sich gegenseitig wahrnehmen und beeinflussen. Dafür sieht er drei notwendige Voraussetzungen: Erstens muß Wissenschaft außer in der englischen weiterhin auch in anderen Sprachen betrieben werden. Zweitens muß die Wissenschaft verschiedener Zentren vollwertig, aber mit jeweils individuell erkennbarem Schwerpunkt sein, weil sich mit denselben Inhalten sonst wieder nur ein Zentrum durchsetzen würde. Und drittens muß ein Zentrum in einem mehrpolaren System über einen genügend starken wissenschaftlichen Binnenmarkt verfügen.[51]

Während *Brinkmann* für die deutsche Volkswirtschaftslehre schwarzsieht,[52] bin ich für die Betriebswirtschaftslehre optimistischer, denn sie erfüllt (noch) alle drei Bedingungen. Es wäre fatal, wenn sie sich ihres noch bestehenden starken theoretischen Wettbewerbsvorteils freiwillig entkleidete, nur um im weltweit gleichförmigen Strom englischsprachiger „Management"-Lehre unterzugehen. Leider mehren sich Anzeichen, daß der strategisch falsche Weg in die freiwillige Kolonisierung und internationale Bedeutungslosigkeit eingeschlagen wird; man denke nur an die servile Umbenennung einst stolzer Fakultäten in „Departments" oder die symbolträchtige Teilverenglischung ausgerechnet von *Schmalenbachs* Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. Ob auch nur ein Amerikaner deswegen *Schmalenbach* lesen und daraus bewertungstheoretisch Nektar und Ambrosia saugen wird? *Brinkmann* liefert in den oben zitierten Passagen die Antwort.

Die Engländer hielten ein Jahrhundert lang an *Newtons* Fluxionsrechnung fest, bis sie sich endlich der Erkenntnis beugten, daß der Differentialkalkül nach *Leibniz* einfach zweckmäßiger ist. Wenn die deutsche Betriebswirtschaftslehre nicht den Kardinalfehler begeht, sich ohne Not von ihrer gewachsenen Wertlehre zu verabschieden und damit ihre Eigenständigkeit preiszugeben, stehen die Chancen gut, daß ein unabhängiges wissenschaftliches Urteil in hundert Jahren zu ihren Gunsten entscheiden wird. Also halten wir uns optimistisch weiter an den Rat unseres großen *Kant*: *Sapere aude!* Dann wird die Bewertungstheorie auch weiterhin betriebswirtschaftlich-entscheidungsorientiert und wissenschaftlich vielgestaltig bleiben.

---

[50] *Brinkmann* (2003), S. 56 f.

[51] Vgl. *Brinkmann* (2003), S. 58 f.

[52] Vgl. *Brinkmann* (2003), S. 59 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Literaturverzeichnis

Adam, D. (1970): Entscheidungsorientierte Kostenbewertung, Wiesbaden.

– (1996): Planung und Entscheidung. 4. Aufl., Wiesbaden.

Arrow, K. J. (1964): The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing. „Review of Economic Studies", Jg. 31, S. 91-96.

Bamberg, G. / *Dorfleitner,* G./ *Krapp,* M. (2004): Zur Bewertung risikobehafteter Zahlungsströme mit intertemporaler Abhängigkeitsstruktur. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 56, S. 101-118.

Bamberg, G. / *Krapp,* M. (2003): Starke und schwache Arbitragefreiheit von Finanzmärkten mit Geld-Brief-Spannen. In: Informationswirtschaft. Hrsg. v. A. Geyer-Schulz / A. Taudes. Bonn, S. 261-276.

Black, F. / *Scholes,* M. (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities. „Journal of Political Economy", Jg. 81, S. 637-654.

Böhm-Bawerk, E. v. (1884): Kapital und Kapitalzins, Innsbruck.

Breuer, W. / *Schuhmacher,* F. (2004): Discounted-Cash-flow-Verfahren und Kapitalmarktspekulation. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 56, S. 119-133.

Brinkmann, G. (2003): Englisch: Die Hoffnung der deutschsprachigen Nationalökonomen. In: Hochschulökonomie. Hrsg. v. U. Backes-Gellner / C. Schmidtke. Berlin, S. 51-61.

Brösel, G. (2002): Medienrechtsbewertung, Wiesbaden.

Cox, J. C. / *Ross,* S. A. / *Rubinstein,* M. (1979): Option Pricing: A Simplified Approach. „Journal of Financial Economics", Jg. 7, S. 229-263.

Dean, J. (1951): Capital Budgeting, New York.

Debreu, G. (1959): Theory of Value. New Haven/London.

Deppe, H.-D. / *Lohmann,* K. (1989): Grundriß analytischer Finanzplanung. 2. Aufl., Göttingen.

Essler, W. / *Kruschwitz,* L. / *Löffler,* A. (2004): Zur Anwendung des WACC-Verfahrens bei vorgegebener bilanzieller Verschuldung. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 56, S. 134-147.

Farkas, J. (1902): Theorie der einfachen Ungleichungen. „Journal für die reine und angewandte Mathematik", Bd. 124, S. 1-27.

Fisher, I. (1930): The Theory of Interest. New York.

Freyberg, M. (1907): Die Wertbestimmungen von Bergwerken. „Braunkohle", Jg. 6, S. 73-81.

Gossen, H. H. (1854): Entwickelung der Gesetze des menschlichen Verkehrs, und der daraus fließenden Regeln für menschliches Handeln. Braunschweig.

Hax, H. (1964): Investitions- und Finanzplanung mit Hilfe der linearen Programmierung. „Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 16, S. 430-446.

Hering, Th. (1998): Arbitragefreiheit und Investitionstheorie. „Die Betriebswirtschaft", Jg. 58, S. 166-175.

– (1999): Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung. Wiesbaden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

– (2000): Das allgemeine Zustands-Grenzpreismodell zur Bewertung von Unternehmen und anderen unsicheren Zahlungsströmen. „Die Betriebswirtschaft", Jg. 60, S. 362-378.

– (2002): Bewertung von Produktionsfaktoren: In: Produktion und Controlling, Festschrift für M. Layer. Hrsg. v. F. Keuper. Wiesbaden, S. 57-81.

– (2003): Investitionstheorie. 2. Aufl., München/Wien.

– (2004): Der Entscheidungswert bei der Fusion. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 56, S. 148-165.

Hering, Th. / *Olbrich,* M. (2002): Einige grundsätzliche Bemerkungen zum Bewertungsproblem beim Börsengang junger Unternehmen. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 72, Ergänzungsheft 5, S. 147-161.

Hirshleifer, J. (1958): On the Theory of Optimal Investment Decision. „Journal of Political Economy", Jg. 66, S. 329-352.

Kant, I. (1788): Critik der practischen Vernunft. Riga.

Kruschwitz, L. / *Löffler,* A. (2003a): Zur Bewertung ewig lebender Unternehmen mit Hilfe von DCF-Verfahren. „Der Betrieb", Jg. 56, S. 1401-1402.

– (2003b): Fünf typische Mißverständnisse im Zusammenhang mit DCF-Verfahren. „Finanz-Betrieb", Jg. 5, S. 731-733.

Laux, H. (1971): Unternehmensbewertung bei Unsicherheit. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 41, S. 525-540.

Laux, H. / *Franke,* G. (1969): Zum Problem der Bewertung von Unternehmungen und anderen Investitionsgütern. „Unternehmensforschung", Jg. 13, S. 205-223.

Lintner, J. (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. „The Review of Economics and Statistics", Jg. 47, S. 13-37.

Markowitz, H. (1952): Portfolio Selection. „The Journal of Finance", Jg. 7, S. 77-91.

Matschke, M. J. (1975): Der Entscheidungswert der Unternehmung. Wiesbaden.

Menger, C. (1871): Grundsätze der Volkswirthschaftslehre. Wien.

Mirre, L. (1913): Gemeiner Wert und Ertragswert. „Zeitschrift des Deutschen Notarvereins", Jg. 13, S. 155-176.

Modigliani, F. / *Miller,* M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. „The American Economic Review", Jg. 48, S. 261-297.

– (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. „The American Economic Review", Jg. 53, S. 433-443.

Mossin, J. (1966): Equilibrium in a Capital Asset Market. „Econometrica", Jg. 34, S. 768-783.

Pfaff, D. / *Pfeiffer,* Th. / *Gathge,* D. (2002): Unternehmensbewertung und Zustands-Grenzpreismodelle. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 54, S. 198-210.

Pütz, O. (1911): Die Begutachtung und Wertschätzung von Bergwerksunternehmungen mit besonderer Berücksichtigung der oberschlesischen Steinkohlengruben. Freiberg.

Schmalenbach, E. (1917): Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik. „Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", Jg. 12, S. 1-20.

– (1947): Pretiale Wirtschaftslenkung, Bd. 1: Die optimale Geltungszahl. Bremen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Sharpe, W. F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. „The Journal of Finance", Jg. 19, S. 425-442.

Spremann, K. (2002): Finanzanalyse und Unternehmensbewertung. München/Wien.

Strate, K. (1915): Der Erwerb eines Handelsunternehmens unter Lebenden. Diss. Greifswald.

Streißler, E. (1997): Carl Menger, der deutsche Nationalökonom. In: Wert, Meinung, Bedeutung. Hrsg. v. B. P. Priddat. Marburg an der Lahn, S. 33-88.

Weingartner, H. M. (1963): Mathematical Programming and the Analysis of Capital Budgeting Problems. Englewood Cliffs.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Cost Average-Effekt in der Anlageberatung – Einsatzmöglichkeiten und Grenzen sowie deren mathematische Hintergründe

Von Bernd Hofmann, Matthias Richter, Friedrich Thießen und Ralf Wunderlich

A. Einführung

Wer Karl Lohmann kennt, der weiß, daß er ein Berufsleben lang sein finanzwirtschaftliches Wissen immer wieder auch in den Dienst von Fragen nach Recht und Gesetz gestellt hat. Es ist ihm ein Anliegen, daß die vielen Probleme, die das Agieren mit Geld bereithält, nicht durch verständigere und besser informierte Wirtschaftssubjekte zum Nachteil anderer ausgenutzt werden.

Der folgende Beitrag steht in dieser Tradition.[1] Er beleuchtet Anlagestrategien, die als Cost Average-Strategien (CAS) bezeichnet werden und sich auf Effekte stützen, die unter der Bezeichung Cost Average-Effekt (CAE) zusammengefaßt werden. Der Cost Average-Effekt wird in der Praxis immer wieder in Werbemaßnahmen eingebunden, die das Ziel verfolgen, Kapitalgeber zu Anlageentscheidungen zu bewegen. Überdurchschnittlich hohe Renditen werden als leicht erreichbar dargestellt. Dies wirft Fragen nach der Lauterkeit derartiger Werbestrategien auf. Der amerikanische Ökonom Paul A. Samuelson hat 1994 das Werben mit dem Cost Average-Effekt als „blunder, if not a crime" bezeichnet.[2] In dieser Schärfe stimmen andere Wissenschaftler den Aussagen Samuelsons zwar nicht zu. Und es gibt sogar wissenschaftlichen Ansprüchen genügende Untersuchungen, die auf vorteilhafte Verwendungsmöglichkeiten des Effektes verweisen. Trotzdem: In vielen Fällen ist das Werben mit dem Effekt geeignet, Wirtschaftsubjekt in für sie unvorteilhafte Anlagestrategien zu lenken. Im folgenden wird deshalb untersucht, wo die Grenzen der Einsetzbarkeit der Strategien im Marketing liegen. Es werden Grundsätze für den zulässigen Umgang mit dem Cost Average-Effekt im Finanzmarketing definiert (siehe Abschnitt A.III.) und für den Fall von Marktteilnehmern ohne überlegene Informationen in zwei Einzelstudien (siehe Abschnitte B. und C.) die Bandbreite zulässiger

[1] Vgl. auch den Beitrag von *Burkhardt* in diesem Band.

[2] *Samuelson* (1994), S. 15 ff.; nach *Ebertz/Scherer* (1998), S. 84.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Aussagen ausführlich abgeleitet. Dabei werden die finanzmathematischen Hintergründe detailliert beleuchtet.

I. Der Cost Average-Effekt im Finanzmarketing

Seit Jahrzehnten wird Anlegern von Finanzintermediären empfohlen, Anlagen unter Ausnutzung des Cost Average-Effektes zu tätigen. In jüngster Zeit hat sich die Werbung mit diesem Effekt wieder belebt.[3] In Zeiten, in denen Aktienkurse eher stagnieren, Renditen niedrig sind und Anlageempfehlungen nach vorangegangenen Enttäuschungen an Überzeugungskraft verloren haben, bieten sich die regelgebundenen Cost Average-basierten Strategien an, Überrenditen zu erzielen. Der amerikanische Finanzdienstleister Charles Schwab wirbt zum Beispiel: „Invest a few times a year is certainly better than nothing, but there is a better way: a systematic method known as Dollar Cost Averaging."[4]

Drescher und Cie erinnert die Kunden an die schlechten Erfahrungen in der Baisse der Jahre 2000 bis 2002 und zeigt, wie die Kunden trotzdem hätten gewinnen können: „Wer hingegen 1999 einen Sparplan in die selben Fonds begann, sich in der Baisse nicht beirren ließ, und sein „Kaufprogramm" diszipliniert durchzog, wird in diesen Tagen mit Freude beim Studium seiner Depotauszüge feststellen, daß er über mehr Geld in den Positionen verfügt, als er netto eingezahlt hat – und das, obwohl der aktuelle Anteilswert deutlich unterhalb der ersten Kaufpreise des Jahres 1999 lag. Möglich gemacht hat dies der Cost Average-Effekt."[5]

Auch Bernd Klöckner erinnert an den Crash. Er ermuntert im Versicherungsmagazin die Anleger auch in Zeiten sinkender Börsenkurse zu Investitionen in Kapitallebensversicherungen. Er zeigt an Beispielen mit historischen Daten, daß auch in Krisenzeiten hohe Renditen erzielbar sind, wenn man nur die Regeln des Cost Average-Prinzips einhält.[6] Dean Knepper rät Certified Public Accountants, bei ihren Beratungen von anlagewilligen Kunden speziell im Alter über 50 Strategien nach dem Cost Average-Effekt zu empfehlen.[7]

Die DWS wendet sich an Privatkunden, erinnert an die vielen falschen Tips, die Anlegern zu Boomzeiten gegeben worden sind und wirbt für Anlagen nach starren Regeln, die den Cost Average-Effekt ausnutzen: „Viel kaufen zu niedrigen Kursen. Wenig kaufen bei hohen Kursen. Das einfachste kaufmännische

[3] Vgl. *Langer/Nauhauser* (2003) und die dort angegebene Literatur.
[4] Vgl. *Leggio/Lien* (2003), S. 211.
[5] *Drescher/Cie* (2003), S. 1.
[6] Vgl. *Klöckner* (2002), S. 56 f.
[7] Vgl. *Knepper* (2003), S. 17.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Prinzip. Nur wann ist der Kurs niedrig? Mit einem Investmentsparplan der DWS investieren Sie zu jedem Zeitpunkt kaufmännisch ‚richtig'... Im Schnitt kaufen Sie damit günstiger. Damit profitieren Sie vom so genannten Cost Average-Effekt".[8]

Mit drei Zahlenbeispielen für stagnierende, fallende und steigende Kurse verdeutlicht die DWS den Mechanismus. In allen Fällen errechnen sich Überrenditen. Die Berechnungen sind einfach, leicht nachvollziehbar und fehlerfrei. Es drängt sich der Eindruck auf, daß die Überrenditen zwingend eintreten *müssen*.

II. Der Cost Average-Effekt in der Literatur

In der wissenschaftlichen Literatur ist der Cost Average-Effekt vielfach untersucht worden. Die dabei erzielten Ergebnisse sind jedoch nicht leicht erschließbar und für unsere Fragestellung hin auswertbar, denn es gibt eine große Vielfalt an Untersuchungsansätzen, mit denen recht unterschiedliche Aussagen erzielt werden.

Einige Autoren kommen zu rundheraus ablehnenden Ergebnissen. Langer und Nauhauser zum Beispiel schlußfolgern, daß der Effekt „keine praktische Relevanz besitzt und dessen vermeintliche Wirkung auf einem Denkfehler basiert."[9] Ähnlich grundsätzlich lehnt Statman den Effekt ab: „The practice of dollar-cost averaging is suboptimal according to the framework of standard finance, but the practice is persistent and widespread."[10] Auch Ebertz und Scherer erkennen keinen Vorteil von Cost Average-Strategien: „Folglich ist die Einmalanlage dem Cost Averageing überlegen".[11]

Neben diesen ablehnenden Urteilen gibt es eine Gruppe von Analysen, die zu gemischten Aussagen gelangt. Albrecht, Dus, Maurer und Ruckpaul kommen in ihrer Studie zu einem „sowohl als auch": „Sowohl These (Überlegenheit des Sparplans) als auch Gegenthese (Überlegenheit des Einmalinvestments) sind nicht generell valide".[12]

Stephan und Telöken finden den Effekt „überwiegend" bestätigt.[13] Marosi sowie Balvers und Mitchell sehen einen Vorteil von Cost Average-Strategien in ganz bestimmten Marktphasen.[14] Leggio und Lien untersuchen verschiedene

---

[8] DWS Investments (2003).

[9] *Langer/Nauhauser* (2003), S. 1.

[10] *Statman* (1995), S. 70.

[11] *Ebertz/Scherer* (1998), S. 86.

[12] *Albrecht u. a.* (2002), S. 13.

[13] Vgl. *Stephan/Telöken* (1997), S. 618.

[14] Vgl. *Marosi* (2003), S. 37; *Balvers/Mitchell* (2000), S. 21 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Assetklassen und gelangen zu gemischten Ergebnissen derart, daß CA-Strategien insbesondere bei der Anlage in Anleihen vorteilhaft und bei volatilen Aktien nachteilig seien.[15] Viele weitere Untersuchungen existieren mit unterschiedlichsten Resultaten.[16]

Die Ursachen divergierender Ergebnisse liegen (i) in dem unklaren Begriff des Cost Averaging, der von verschiedenen Autoren in ganz unterschiedlichen Abgrenzungen verwendet wird,[17] (ii) den unterschiedlichen Forschungsansätzen, insbesondere dem – bei historischen Untersuchungen – zugrundliegenden Datenmaterial, (iii) den verwendeten Performancemaßen und – im Fall von Strategievergleichen – (iv) der Auswahl der einbezogenen Anlagestrategien.

Ein häufig verwendeter Forschungsansatz ist der Vergleich von Einmalanlagen mit Sparplänen. Und auch in der Praxis spielt dieser Vergleich eine Rolle: „You may be wondering, ‚When is the right time to invest my money? And how should I invest – a little bit at a time or all at once?'"[18]

Aber für die meisten Menschen stellt sich die Frage nach dem Investieren „at once" überhaupt nicht, weil sie nicht über Anfangsvermögen verfügen, sondern vielmehr aus ihrem regelmäßigen Einkommen einen Teil zurücklegen wollen – sie sparen quasi automatisch nach dem Cost Average-Prinzip. Ein Investment „at once" könnten solche Wirtschaftssubjekte überhaupt nur mittels Kreditaufnahme erreichen, wobei der Kredit aus dem späteren monatlichen Einkommen getilgt werden müßte – bei den üblichen Soll-Haben-Zinsdifferenzen ein vermutlich von vornherein sinnloser Vergleich.

Für Menschen die in jedem Fall aus laufendem Einkommen sparen wollen, sind dagegen folgende Alternativen interessanter, die allesamt untersucht und mit dem Cost Average-Effekt in Verbindung gebracht worden sind: Ein regelmäßiger Sparbetrag kann in Aktien, Renten oder Liquidität investiert werden. Die Frage lautet hier, ob flexible, von der jeweiligen Markterwartung abhängige oder starre Strategien mit einer festen Aufteilungsregel zu wählen sind. Der Vorzug der letzteren Alternative wird mit dem Cost Average-Effekt begründet.[19] In den USA hat sich folgende Problemstellung ergeben, nachdem Anbie-

---

[15] Vgl. *Leggio/Lien* (2003), S. 218.

[16] Siehe *Milevsky* (2003); *Scherer/Ebertz* (2003); *Walze/Eisenhofer/Wettach* (2003); *Stäcker* (1999); *Marosi* (2003); *Hall* (2000).

[17] Er wird zum Beispiel auch benutzt, um zu begründen, daß in Investmentfondsanteile statt in selbst zusammengestellte Aktienportfolios investiert werden soll. Vgl. *Drescher/Cie* (2003).

[18] *Patrick* (1996), S. 33.

[19] U. U. kann auch der gesamte angesparte Vermögensbestand in Aktien, Renten oder Liquidität umgeschichtet werden, wie dies bei den amerikanischen 401(k) Sparplänen möglich ist und auch in Deutschland bei Riesterverträgen möglich werden soll.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ter entsprechende Produkte anboten:[20] Ein Anleger, der im langjährigen Durchschnitt einen bestimmten Betrag monatlich sparen will, kann diesen Betrag kurzfristig, je nach Marktlage und eigenem Willen steigern oder verringern. Es wird empfohlen, den Betrag konstant zu lassen, was mit dem Cost Average-Effekt begründet wird. Weiter wurde vorgeschlagen, die Frequenz des Anlegens zu verändern und zum Beispiel statt monatlich auch in wöchentlichen, quartalsweisen oder auch halbjährlichen Rhythmen in Aktien zu investieren.[21] Die Wahl kurzer Rhythmen wird mit dem Cost Average-Effekt begründet. Miteinander verglichen wurden auch die folgenden drei Strategien: Ein Investor kauft regelmäßig eine gleiche *Anzahl* von Aktien (Strategie I), investiert einen gleichbleibenden *Betrag* in Aktien (Strategie II) oder investiert so, daß seit der letzten Einzahlung eingetretene *Wertänderungen* des Vermögens ausgeglichen werden (Strategie III).[22] Eine Präferenz für Strategie II wird mit dem Cost Average-Effekt begründet.[23] Weitere Alternativenvergleiche im Zusammenhang mit dem Cost Average-Effekt betreffen Fragen, wie man optimal desinvestiert,[24] insbesondere ob ein angespartes risikoreich angelegtes Altersvorsorgevermögen vor der Entnahmephase sukzessive oder am Beginn der Entnahmephase in einem Schlag oder nach dem Beginn in Tranchen in sicherere Assets umgeschichtet werden soll.[25]

Eine ähnliche Vielfalt wie bei den vorgenommenen Vergleichen findet sich bei den zugrundegelegten Entscheidungskriterien. Stephan und Telöken vergleichen verschiedene Strategien mit dem Kriterium des Return on Investment (ROI), also einem statischen Renditemaß, mit den bekannten Vor- und Nachteilen dieses Instrumentes.[26] Viele Autoren benutzen Risk-Return-Maße wie die Sharpe Ratio. Es werden Ausfallrisikomaße (Ausfallvarianz) und Value at Risk-Maßgrößen verwendet. Erwartete Erträge werden statt mit dem traditionellen μ auch mit Chance-Maßen gemessen. In Fallstudien wird auch mit absoluten Endvermögensbeträgen gearbeitet.[27]

---

[20] Vgl. *Libin* (2003), S. 21.

[21] Vgl. *Coy* (2002), S. 76.

[22] D. h. nach Kursverlusten des Vermögens wird mehr gespart und nach Kursgewinnen weniger als es dem Durchschnittssparbetrag entspricht. Das soll dazu führen, daß bei niedrigen Kursen automatisch mehr investiert wird als bei hohen, was die Durchschnittsrendite erhöht.

[23] Vgl. *Langer/Nauhauser* (2003), S. 1 ff.; *Coy* (2002), S. 76.

[24] Vgl. *Coy* (2002), S. 76.

[25] Vgl. *Albrecht/Dus/Maurer/Ruckpaul* (2002), S. 14, und *Langer/Nauhauser* (2003), S. 16 f.

[26] Vgl. *Stephan/Telöken* (1998), S. 321.

[27] Vgl. *Ebertz/Scherer* (1998), S. 85.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Anforderungen an Informationen

Insgesamt gesehen spräche allein die Vielzahl wissenschaftlicher Untersuchungen zum Cost Average-Effekt dafür, daß dieser Effekt als ausreichend erforscht beiseite gelegt werden könnte. Andererseits aber verbleibt auch ein gewisses Unbehagen, weil kaum eine der Untersuchungen direkt auf die Darstellungen eingeht, mit denen Kapitalanlagen nach dem CAE beworben werden. Vielmehr nähern sich die jeweiligen Forscher dem CAE in unterschiedlichsten Kontexten und selbst gesetzten Annahmen. Es drängt sich die Frage auf, welcher der vielen wissenschaftlich untersuchten Fälle genau der ist, der in einer bestimmten Situation der Anlageberatung einem verkäuferischen Argument entgegenzuhalten wäre?

Nehmen wir als Beispiel die Werbebroschüre der DWS[28], in der sehr einfache Kursprozesse als Grundlage für Beispielrechnungen herangezogen wurden. Die Ergebnisse können auch ohne Taschenrechner leicht nachvollzogen werden. Es ist völlig eindeutig: Der Cost Average-Effekt wirkt tatsächlich auf die gezeigte Weise und führt zu Überrenditen. Bei den gezeigten Kursverläufen ist die Cost Average-Strategie nicht sinnlos. Wenn dem aber so ist, dann sind – zumindest in bezug auf diesen Aspekt – alle wissenschaftlichen Erkenntnisse überflüssig, die mit anderen Zahlenbeispielen oder mit historischen Kursverläufen verschiedenster Zeiträume arbeiten. Insofern entwickeln sich die werbende Finanzwirtschaft und die analysierende Wissenschaft aneinander vorbei – es wird der Praxis sehr leicht gemacht, die wissenschaftlichen Ergebnisse bei ihren Marketingbemühungen nicht zu berücksichtigen.

Allerdings hat die Rechtsprechung den Intermediären in ihrer Freiheit, wissenschaftliche Erkenntnisse zu mißachten, Grenzen gesetzt. In Deutschland müssen die von Intermediären verbreiteten Informationen gewisse Mindestinhalte besitzen, die man je nach Situation aus der Rechtsprechung zu Auskunfts-, Aufklärungs-, Beratungs-, Warn- und Erkundigungspflichten ableiten kann.[29] So umfaßt die *Aufklärung* die Mitteilung all der Tatsachen, die zur Beurteilung eines Sachverhaltes erforderlich sind. *Auskünfte* betreffen Tatsachen, die für das zukünftige geschäftliche Vorgehen des Auskunftsersuchenden von Bedeutung sind, soweit die Sachverhalte vom Auskunftsersuchenden benannt wurden. *Beratung* beinhaltet neben der Aufklärung auch die Bewertung und Einschätzung der Tatsachen und die Verknüpfung der Tatsachen mit dem individuellen Wohlergehen des Beratungssuchenden.[30]

---

[28] Siehe DWS Investments (2003).

[29] Vgl. *Lenenbach* (2002); *Schwintowski/Schäfer* (1997).

[30] Vgl. *Schwintowski/Schäfer* (1997). Vgl. auch den Beitrag von *Walther* in diesem Band.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Aufklärung muß sorgfältig, vollständig, sachlich richtig und für den Kunden verständlich erteilt werden. Der Anleger muß derart informiert werden, daß er danach selbst die Entscheidung treffen kann. Dem Einleger müssen alle Chancen, Risiken und Eigenschaften der Anlage mitgeteilt werden, die für seine Entscheidung wesentlich sind oder sein können.[31]

Und damit sind wir auf der Spur für den richtigen Umgang mit Empfehlungen von Intermediären hinsichtlich des Cost Average-Effektes. Informationen, in denen mit dem Cost Average-Effekt zum Kauf von Kapitalanlagen animiert wird, erfüllen in vielen Fällen mindestens den Tatbestand der Aufklärung. Sie müssen also geeignet sein, den Anleger so über CA-basierte Anlagestrategien zu informieren, daß er Kenntnis über die wichtigsten Vor- und Nachteile bekommt, um dann selbst zu einer im Sinne der Investitionsrechnung optimalen Entscheidung gelangen zu können. Zu einer optimalen Entscheidung kann man aber nur kommen, wenn gewisse Anforderungen an die Darstellung (i) der Maßnahme an sich (das heißt Klarstellung der empfohlenen Strategie), (ii) der zukünftigen Umweltzustände, (iii) der Zielfunktion und (iv) der Handlungsalternativen erfüllt sind. Die vorgeschlagene Strategie muß bei den zu erwartenden Umweltzuständen zu vorteilhaften Ergebnissen führen; sie darf nicht durch andere Strategien dominiert werden. Es muß deutlich werden, welche Zielfunktion den gemachten oder den sich aufdrängenden Empfehlungen zugrunde liegt. Die empfohlene Strategie muß diejenige sein, die bei der angenommenen Zielfunktion und den angenommenen Umweltzuständen die optimale ist.[32]

Wie viele werbende Informationen mit dem CAE zeigen, scheuen sich Finanzintermediäre vor konkreten Kursprognosen. Sie unterlassen es, zukünftige Umweltzustände zu prognostizieren und verweisen stattdessen auf historische Zeiträume oder verwenden fiktive Beispiele. Gleichzeitig wird im unklaren

---

[31] Vgl. *Schwintowski/Schäfer* (1997).

[32] Als Beispiel einer Information, die diese Anforderungen nicht erfüllt, sei die Broschüre zum Cost Average-Effekt der DWS GmbH (DWS Investment, 2003) genannt: Die DWS stellt darin fest „Mit einem Investmentsparplan der DWS investieren Sie zu jedem Zeitpunkt kaufmännisch richtig." Diese Aussage gründet sich auf einer Darstellung der Cost Average-basierten Strategie, die mit Beispielen verdeutlicht wird. Zusätzlich wird festgestellt: „Beachten Sie bitte, daß es sich lediglich um Beispiele handelt. Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Ergebnisse." Insgesamt wird an keiner Stelle im Prospekt eine Aussage über zu erwartende Kursprozesse gemacht. Damit entpuppt sich die Aussage, die CA-basierte Strategie sei „zu jedem Zeitpunkt" richtig, als falsch, denn es gibt Kursprozesse, bei denen dies nicht der Fall ist. Ein zweiter Fehler unterläuft der DWS im Zusammenhang mit den implizit verwendeten Zielfunktionen des beispielhaft betrachteten Anlegers. Aus den Beispielen läßt sich erschließen, daß ein risikoneutraler Anleger unterstellt wird, der eine Maximierung des Erwartungswertes des Endvermögens anstrebt. Für ein solches Wirtschaftssubjekt wäre aber bei den gezeigten Kursverläufen eine Strategie nutzenmaximierend, bei der nur bei Kursen unterhalb des Erwartungswertes gekauft oder eine Einmalanlage vorgenommen wird. Die CA-basierte Strategie der DWS entpuppt sich nicht als „richtig".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gelassen, welche Zielfunktion der Beispielinvestor hat, für den Empfehlungen abgegeben werden. Damit wird ein wichtiger Eckpfeiler der Anforderungen an sachgerechte Aufklärung verfehlt.[33] Gleichwohl ist mit Blick auf die Theorie Effizienter Märkte und die Schwierigkeiten, überlegene Informationen zu produzieren, der Verzicht auf Prognosen verständlich.[34] Es stellt sich deshalb die Frage, wie zu verfahren ist, wenn der Intermediär keine Zielfunktion spezifizieren und auch keine individuelle Prognose zukünftiger Kursverläufe anstellen will. Ein solcher Verzicht könnte zum Beispiel immer dann notwendig sein, wenn eine Information unabhängig von einer konkreten Marktphase herausgegeben wird und längere Zeit gültig sein soll, oder auch in den Fällen, in denen der Intermediär über die zu erwartende Kursentwicklung unsicher ist. Wie in Hofmann u. a.[35] herausgearbeitet wurde, gibt es hier nur die Möglichkeit, mit einem allgemeinen Kurs- oder Renditeprozeß zu arbeiten, von dem rational handelnde Wirtschaftssubjekte ohne überlegene Informationen auf Märkten einer bestimmten Qualität ausgehen müssen.

Vor diesem Hintergrund stellen wir nun im folgenden die Frage, ob man unter Zugrundelegung allgemeiner Kurs- oder Renditeprozesse, von denen Wirtschaftssubjekte, die nicht über überlegene Informationen verfügen, ausgehen müssen, mit dem Cost Average-Effekt werben kann? Welche Aussagen zulässig und insbesondere welche Versprechungen sind noch vertretbar?

Im Abschnitt B. untersuchen wir die Absenkung der Durchschnittskosten pro gekauftem Anteil bei einem langfristigen Sparplan in ein Asset, dessen Kursverlauf durch eine deterministische Seitwärtsbwegung mit regelmäßigen gleichartigen Sinusschwingungen beschrieben wird. Es interessiert, ob aufgrund dieser Betrachtungen optimale Anlageentscheidungen bezüglich der Investitionsfrequenz getroffen werden können. Natürlich ist ein solches stationäres Verhalten der Assetpreise vor allem am Aktienmarkt nicht die Regel. Die Kurse entwikkeln sich vielmehr als Pfade (Trajektorien) eines stochastischen Prozesses. Insbesondere zufällig auftretende Wachstums- oder Verlustphasen am Ende von Sparplänen beeinflussen das Endvermögen entscheidend in positiver oder negativer Weise. Im Abschnitt C. untersuchen wir daher Erwartungswerte und Risiken von Sparplanergebnissen für Kursprozesse, die auf der geometrischen Brownschen Bewegung beruhen und den Bedingungen eines Random Walk entsprechen, wie sie die Literatur für Märkte im Informationsgleichgewicht herausgearbeitet hat.[36]

---

[33] Vgl. hierzu auch *Hofmann u. a.* (2003), S. 261 ff.

[34] Vgl. *Hockmann/Thießen* (2002), S. 41 ff., insbes. S. 43 ff.

[35] Vgl. *Hofmann u. a.* (2003), S. 261 ff.; vgl. *Hockmann/Thießen* (2002), S. 46 ff.

[36] Vgl. *Hockmann/Thießen* (2002), S. 41 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

B. Harmonisches Mittel versus arithmetisches Mittel

I. Der Cost Average-Effekt aus mathematischer Sicht

Wenn man die zahlreichen Publikationen zum Cost Average-Effekt im wirtschaftswissenschaftlichen, finanzmathematischen und vor allem auch finanzberatenden Kontext in den letzten Jahren betrachtet, so stellt man fest, daß zwar viele verbale Erklärungsversuche angeboten werden, aber nur wenig mathematisch stringente Aussagen zur Formulierung und zum Nachweis dieses Effekts zu finden sind. Am klarsten ist dabei die folgende Aussage:[37] Wenn ein Investor auf der Grundlage eines Sparplans zu jedem der gleichabständigen Zeitpunkte $t_i = (i-1)\tau \quad (i = 1,...,n)$ für eine Geldeinheit $A_i = 1/S(t_i)$ (gebrochene) Anteile eines Assets mit den jeweiligen Anteilpreisen $S(t_i) > 0$ erwirbt, um zum Endzeitpunkt $T = n\tau$ über die angesammelten Anteile zu verfügen, so erwirbt er insgesamt $A = \sum_{i=1}^{n} A_i$ Anteile zum Durchschnittskaufpreis

$$S_{harmonic} = \frac{n}{A} = \frac{n}{\sum_{i=1}^{n} \frac{1}{S(t_i)}}.$$

Der Durchschnittskaufpreis pro Anteil ist also das *harmonische Mittel* der Assetpreise zu den Investitionszeitpunkten und bekanntlich stets kleiner als das *arithmetische Mittel*

$$S_{mean} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^{n} S(t_i),$$

sofern nicht alle Werte $S(t_i)$ übereinstimmen. Falls alle Werte übereinstimmen, so sind beide Mittel gleich. Der Investor kauft also mit der konstanten Sparrate im Durchschnitt günstiger, als wenn er zu allen Investitionszeitpunkten jeweils eine feste Anzahl von Anteilen erwerben würde. Er nutzt somit die Schwankungen des Assetpreises zu seinem Vorteil aus. Dieses insbesondere zur Ankurbelung des Abschlusses von Sparplänen mit konstanter Investitionsrate gern genutzte mathematische Cost Average-Argument ist aber nicht sonderlich überzeugend, da niemand auf die Idee käme, einen Sparplan mit konstanter Anzahl zu erwerbender Anteile abzuschließen, denn dessen Cash Flow wäre nahezu unkontrollierbar. Viel wichtiger sind die folgenden zwei Fragen:

1. Wie sollte man bei einem langfristigen Sparplan mit fester Sparrate die Investitionsfrequenz wählen? Lassen sich Vorteile erwarten, wenn man statt jährlicher Einzahlungen vierteljährliche oder monatliche Einzahlungen vornimmt?

[37] Vgl. z. B. *Ebertz/Scherer* (1998).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Ist Sparplan oder Einmalanlage günstiger und welche Vor- und Nachteile haben beide Vorgehensweisen?

Einige deterministische Untersuchungen zur ersten Frage findet man im folgenden Abschnitt B.II., während sich stochastisch motivierte Antworten auf beide Fragen auch aus Abschnitt C. ergeben.

II. Durchschnittskosten bei Sparplänen in ein Asset mit deterministischer sinusförmiger Preisentwicklung

Wir betrachten in diesem Abschnitt einen Sparplan mit $T = 40$ Jahren Laufzeit,[38] bei welchem jeweils eine Geldeinheit monatlich in ein komplexes Asset investiert wird. Es gibt also mit $\tau = \frac{1}{12}$ (alle Zeiteinheiten in Jahren) $n = 480$ Investitionszeitpunkte $t_i = \left(\frac{i-1}{n}\right)T \; (i = 1,2,\ldots,n)$ mit zugehörigen Assetpreisen $S(t_i)$, die am Sparplanende $T = n\tau = 40$ ein möglichst hohes Endvermögen sichern sollen. Es ist wohl offenkundig, daß der Gesamterfolg des Sparplans wesentlich von der Entwicklung des Assetpreises am Ende des Sparzeitraums beeinflußt wird. Im folgenden Abschnitt C. werden die dabei möglichen guten und schlechten Sparplanpfade durch stochastische Modellierung entsprechend ihrer Häufigkeit bewertet. Hier soll vorerst ein rein deterministisches Modell eines Marktes in Seitwärtsbewegung betrachtet werden, für welchen ein einheitlicher Assetpreis 1 sowohl am Beginn $t = 0$ als auch am Ende $t = T = 40$ und eine regelmäßige sinusförmige Assetpreisentwicklung der Gestalt $S(t) = 1 + \alpha \sin\left(\frac{\pi t \omega}{T}\right)$ beziehungsweise $S(t) = 1 \pm \alpha \left|\sin\left(\frac{\pi T \omega}{T}\right)\right|$ mit Amplitude $0 < \alpha < 1$ und ganzzahliger Frequenz $\omega > 0$ angenommen werden. Es sollen die folgenden fünf Varianten der Assetpreisentwicklung verglichen werden:

(V1) $$S(t) = 1 + \frac{1}{4}\sin\left(\frac{\pi t \omega}{T}\right),$$

(V2) $$S(t) = 1 + \frac{1}{2}\sin\left(\frac{\pi t \omega}{T}\right),$$

(V3) $$S(t) = 1 + \frac{3}{4}\sin\left(\frac{\pi t \omega}{T}\right)$$

sowie

[38] Die Asset Allokation für einen derartigen Sparplan wurde von *Hofmann u. a.* (2003) umfassend analysiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(V4) $$S(t) = 1 + \frac{1}{2}\left|\sin\left(\frac{\pi\omega}{T}\right)\right|,$$

(V5) $$S(t) = 1 - \frac{1}{2}\left|\sin\left(\frac{\pi\omega}{T}\right)\right|.$$

Wir berechnen zum Vergleich für alle fünf Varianten und *ganzzahlige* ω die Durchschnittspreise pro Anteil $S_{harmonic}$ des entsprechenden Sparplans. Für *geradzahlige* ω liefert das arithmetische Mittel S_{mean} wegen der Symmetrie des Kursverlaufs in den Varianten (V1) bis (V3) systematisch den Wert 1. Für im Vergleich zu n kleine geradzahlige ω findet man als arithmetisches Mittel bei Variante 4 den Wert 1,32 und bei Variante 5 den Wert 0,68. Diese Werte ergeben näherungsweise das normierte Integral $\frac{1}{T}\int_0^T S(t)dt$ über den jeweiligen Kursverlauf. Sehr kleine ω entsprechen in diesen Rechnungen einer hohen Investitionsfrequenz. Dagegen lassen wachsende Werte ω Wirkungen einer geringer werdenden Investitionsfrequenz deutlich werden.

Tabelle 1

Cost Average-Vorteil in den fünf Varianten für $\omega = 8$

Variante	*Kursamplitude*	*Mittelwert* S_{mean}	*Preis pro Anteil* $S_{harmonic}$	*Cost Average-Vorteil*
(V1)	25 %	1,00	0,97	3,2 %
(V2)	50 %	1,00	0,87	13,4 %
(V3)	75 %	1,00	0,66	33,8 %
(V4)	50 %	1,32	1,30	1,6 %
(V5)	50 %	0,68	0,65	4,7 %

Die Tabelle 1 zeigt beispielhaft für eine Periodenlänge von 10 Jahren $(\omega = 8)$ den Einfluß, den die prozentuale Amplitude der Assetpreisschwankungen auf den Cost Average-Vorteil $\frac{S_{mean} - S_{harmonic}}{S_{mean}}$ in Prozent hat. Wie die Ergebnisse zu den Varianten (V1) bis (V3) zeigen, steigt der Cost Average-Vorteil überproportional an, wenn sich die Amplitude der Kursschwankung vergrößert. Wenn die Symmetrie der Schwingung durch Betragsbildung zerstört wird und Ausschläge des Assetpreises von der 1 aus nur noch nach oben (Variante 4) oder nach unten (Variante 5) erlaubt werden, so verringert sich der Cost Average-Vorteil entscheidend. Dies läßt leider vermuten, daß synthetische Vorteilsszenarien[39] wie in den Varianten (V1) bis (V3) das Cost Average-Phänomen

[39] Vgl. z. B. DWS Investments (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nicht in realistischer Weise charakterisieren. Eine tiefergehende Analyse des Problems scheint die Nutzung stochastischer Modelle der Assetpreisschwankungen zwingend erforderlich zu machen.

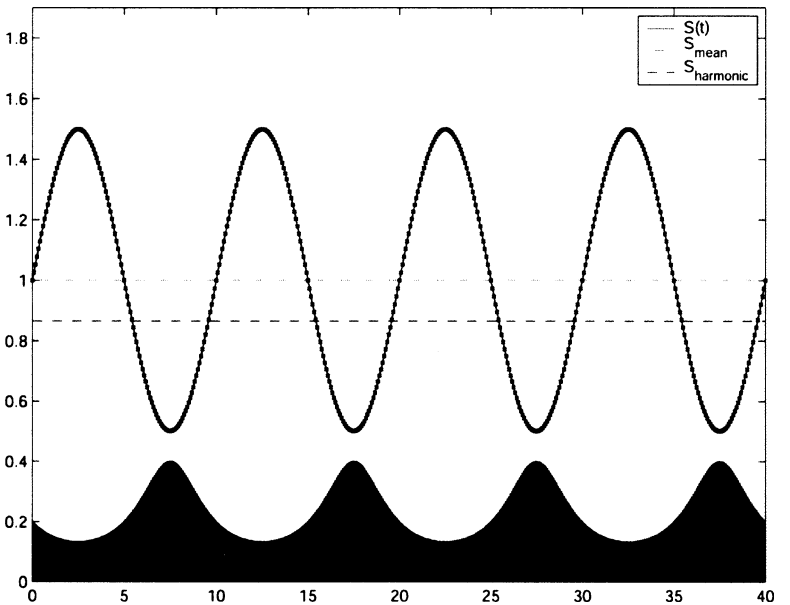


Abbildung 1: Kurs $S(t)$ und erworbene Anteile A_i für (V2) und $\omega = 8$

Zusätzlich zu Tabelle 1 liefert die Abbildung 1 mit horizontaler Zeitachse für die Variante 2 einen optischen Eindruck vom Kursverhalten und dem Unterschied zwischen dem arithmetischen und dem harmonischen Mittel. Das schwarze im Maßstab 1:5 verkleinerte Höhenprofil im unteren Teil der Abbildung repräsentiert die im jeweiligen Investitionszeitpunkt erworbene Anzahl A_i von Anteilen des Assets als Reziprokwert des Kurses $S(t_i)$.

Ebenfalls für Variante 2 listet die Tabelle 2 zu verschiedenen Frequenzen ω denen eine Periodenlänge der Sinusschwingungen in den Schwankungen des Assetpreises zwischen 80 Jahren und 0,5 Monaten entspricht, den mit dem Sparplan erzielten Preis pro Anteil auf. Zum Vergleich werden auch die arithmetischen Mittel der Assetkurse an den Investitionszeitpunkten mit angegeben. Es wird deutlich, daß sich für *gerade* ganzzahlige Frequenzen ω verblüffend konstante Ergebnisse ergeben, wenn man von der Sondersituation $\omega = kn (k = 1,2,...)$ mit identischen Werten $S(t_i) (i = 1,2,...,n)$ absieht. Man kann jedoch insgesamt keine optimalen geradzahligen Frequenzen ω hervorheben. Im Umkehrschluß ist die *Wahl der Investitionsfrequenz* bei solchen regelmäßigen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Sinusschwingungen des Assetpreises *von nur geringer Bedeutung* für das Sparplanergebnis, wenn sich der Assetpreis zu Beginn und am Ende des Sparplans auf dem gleichen Niveau bewegt.

Tabelle 2

Frequenzabhängiger Preis pro Anteil für Variante (V2)

Frequenz ω	*Periodenlänge* $\frac{2T}{\omega}$ *(in Jahren)*	*Duchschnittskurs* S_{mean}	*Preis pro Anteil* $S_{harmonic}$
1	80,000	1,318309	1,299036
2	40,000	1,000000	0,866025
3	26,666	1,106100	0,974275
4	20,000	1,000000	0,866025
5	16,000	1,063656	0,927878
6	13,333	1,000000	0,866025
7	11,428	1,045465	0,909320
8	10,000	1,000000	0,866025
9	8,888	1,035357	0,899326
10	8,000	1,000000	0,866025
11	7,273	1,028925	0,893079
16	5,000	1,000000	0,866025
17	4,706	1,018705	0,883331
64	1,250	1,000000	0,866025
65	1,231	1,004823	0,870434
479	0,167	1,000003	0,866028
480	0,167	1,000000	1,000000
481	0,166	0,999996	0,866023
959	0,083	0,681691	0,649520
960	0,083	1,000000	1,000000
961	0,083	1,318309	1,299036
2000	0,040	1,000000	0,866025
2001	0,040	1,003837	0,869535

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

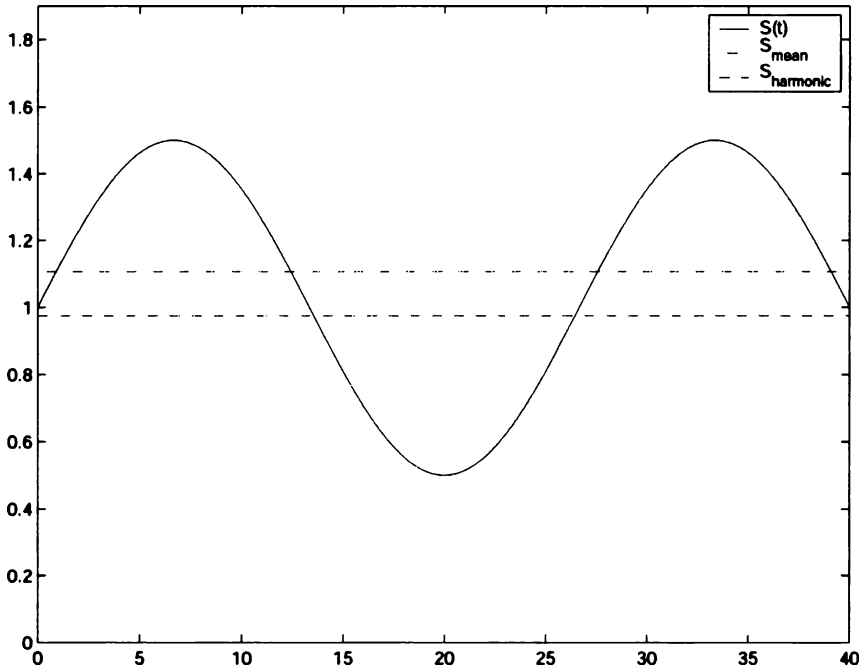


Abbildung 2: Kurs $S(t)$, S_{mean} und $S_{harmonic}$ für (V2) und $\omega = 3$

Wählt man die Frequenz ω als *ungerade* ganze Zahl, so führt die Asymmetrie der Preisschwingung bezüglich der Investitionszeitpunkte zu etwas mehr unregelmäßigen Schwankungen in den Werten S_{mean} und $S_{harmonic}$ bei Variation von ω (siehe Tabelle 2). Wie Abbildung 2 zeigt, verschieben sich für $\omega = 3$ die Werte S_{mean} und $S_{harmonic}$ gegenüber geradzahligen Werten ω beide nach oben. Ihr Abstand bleibt aber fast gleich. Eine Analyse des mathematischen Hintergrunds gelingt wenigstens für die arithmetischen Mittel von (V1) bis (V3), welche alle die Gestalt

$$S_{mean} = 1 + \frac{\alpha \sum_{i=0}^{n-1} \sin\left(\frac{\pi\omega i}{n}\right)}{n} = 1 + \frac{\alpha \sin\left(\frac{(n+1)\pi\omega}{n}\right) \sin\left(\frac{\pi\omega}{2}\right)}{n \sin\left(\frac{\pi\omega}{2n}\right)}.$$

haben. Für $\omega = 2k$ $(k = 1,2,...)$ folgt daraus wegen $\sin\left(\frac{\pi\omega}{2}\right) = 0$ sofort $S_{mean} = 1$.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hingegen erhält man für $\omega = 2k-1\,(k=1,2...)$ die Beziehungen

$$1-\frac{\alpha\cot\left(\frac{\pi}{2n}\right)}{n} \le S_{mean} = 1+\frac{\alpha\cot\left(\frac{\pi\omega}{2n}\right)}{n} \le 1+\frac{\alpha\cot\left(\frac{\pi}{2n}\right)}{n}.$$

Diese zeigen zum einen, daß die Werte S_{mean} bei ganzzahligem ω nur begrenzte Schwankungen nach oben und unten haben können. Zum anderen erreichen die Werte S_{mean} jeweils für $\omega = 2nk-1\,(k=1,2,...)$ die untere und jeweils für $\omega = 2nk+1\,(k=1,2,...)$ die obere Schwankungsgrenze (siehe $\omega = 959$ und $\omega = 961$ in Tabelle 2). Somit existiert *kein Grenzwert* $\lim_{\omega\to\infty} S_{mean}$. Ein ähnliches Verhalten zeigt sich wohl auch für das harmonische Mittel $S_{harmonic}$.

C. Sparpläne in ein Asset mit stochastischer Preisentwicklung

I. Untersuchungsdesign

In diesem Abschnitt erfolgen die Untersuchungen auf der Basis eines Black-Scholes-Modells eines idealisierten Finanzmarktes.[40] Für den Preisverlauf des Assets wird ein Random Walk in Form einer geometrischen Brownschen Bewegung $S(t), t \ge 0$, angenommen. Die Kurse genügen dabei der stochastischen Differentialgleichung

$$dS(t) = S(t)\left[\mu dt + \sigma dW(t)\right] \quad \text{für} \quad t>0 \quad \text{und} \quad S(0)=S_0.$$

Dabei bezeichnet μ die mittlere (stetige) Rendite des Assets, $\sigma > 0$ dessen Volatilität und *W(t)* einen Standard-Wiener-Prozeß. Der Preis des Assets zur Zeit $t > 0$ ergibt sich dann als

$$S(t) = S_0 \exp\left[\left(\mu-\frac{\sigma^2}{2}\right)t+\sigma W(t)\right],$$

das heißt der Preis zur Zeit *t* ist eine logarithmisch normalverteilte Zufallsgröße, es gilt

$$\ln S(t) \sim N\left(\ln S_0+\left(\mu-\frac{\sigma^2}{2}\right)t, \sigma^2 t\right).$$

Weiterhin bestehe die Möglichkeit, Barmittel zu einem risikolosen stetigen Zinssatz $r > 0$ anzulegen beziehungsweise zu leihen. Als Parameter werden für unsere Untersuchungen die mittlere Rendite des Assets $\mu = 8\%$, dessen Volatilität $\sigma = 20\%$ und der risikolose stetige Zinssatz $r = 4\%$ gesetzt. Alle Werte

[40] Vgl. zum Beispiel *Korn/Korn* (1999); *Kwok* (1998); *Baxter/Rennie* (1996); *Musiela/Rutkowski* (1997).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

verstehen sich auf Jahresbasis. Die Parameterwerte für μ und σ ergeben sich bei Verwendung von Maximum-Likelihood-Schätzungen näherungsweise aus Jahresrenditen des Deutschen Aktienindex DAX der Jahre 1959 bis 2001. DAX-Datensätze anderer Zeitintervalle liefern zum Teil veränderte Driftwerte, während sich die Volatilität kaum ändert.[41]

Um die Wirkungen des Cost Average-Effektes studieren zu können, werden im weiteren exemplarisch die folgenden Anlagealternativen betrachtet. In allen Fällen stehe zu Beginn des Anlagezeitraumes von $T = 40$ Jahren ein Anfangskapital von $x = 1000\,€$ zur Verfügung.

Einmalanlage: Das gesamte zur Verfügung stehende Kapital wird sofort in das Asset investiert, das heißt zur Zeit $t = 0$ werden $\frac{x}{S_0}$ Anteile des Assets erworben und bis zur Zeit $t = T$ gehalten.

Sparplan mit jährlicher Einzahlung: Das Kapital wird jährlich vorschüssig in $n = T$ gleichgroßen Teilen der Höhe c_J in das Asset investiert. Mit der letzten Einzahlung ist das gesamte Kapital aufgebraucht. Das noch nicht benötigte Kapital wird mit dem risikolosen Zinssatz r verzinslich angelegt.

Sparplan mit monatlicher Einzahlung: Das Kapital wird monatlich vorschüssig in $n = 12T$ gleichgroßen Teilen der Höhe c_M in das Asset investiert und ist mit der letzten Einzahlung aufgebraucht. Das noch nicht benötigte Kapital wird ebenfalls mit dem risikolosen Zinssatz r angelegt.

Sparplan mit kontinuierlicher Einzahlung: Als Grenzfall einer immer höheren Investitionsfrequenz (jährlich, monatlich, täglich, ...) wird der Fall einer zeitstetigen Anlage mit einer konstanten Investitionsrate c_K betrachtet. In einem Zeitintervall $(t, t + \Delta t)$ wird dann ein Kapital der Höhe $c_K \Delta t$ in das Asset investiert. Auch in diesem Fall wird das noch nicht benötigte Kapital mit dem risikolosen Zinssatz r verzinst.

Diese vier Anlageformen können auch als spezielle Vertreter einer durch die Anzahl n von Investitionszeitpunkten parametrisierten Familie von Sparplänen angesehen werden. Dabei werden im Zeitraum $[0,T]$ zu den n Zeitpunkten $t_i = \left(\frac{i-1}{n}\right)T \; (i = 1,2,\ldots,n)$ Einzahlungen der jeweils konstanten Höhe c_n vorgenommen. Setzen wir T als ganzzahlig voraus, dann ergeben sich für $n = 1, n = T, n = 12T$ die Einmalanlage und die Sparpläne mit jährlicher beziehungsweise monatlicher Einzahlung. Der Sparplan mit kontinuierlicher Einzahlung entspricht dem Grenzfall $n \to \infty$.

Um eine Vergleichbarkeit der verschiedenen Zahlungsströme zu erreichen, werden die konstanten Zahlungshöhen c_n so gewählt, daß sich zum Zeitpunkt

[41] Vgl. *o. V.* (1995); *Mazzoni/Weber/Wicki* (2001); *Morawietz* (1994), S. 179 f. Vgl. auch die Berechnungen von *Bank/Gerke* (2000), S. 225, die ohne weitere Begründungen $\mu = 0{,}12$ und $\sigma = 0{,}20$ annehmen. *Keller* (1999), S. 107, rechnet mit $\mu = 0{,}06$.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$t = 0$ (bezüglich des stetigen Zinssatzes r) jeweils gleiche Barwerte ergeben, die darüber hinaus mit dem Anfangskapital x übereinstimmen. Dies führt zu

$$x = \sum_{k=0}^{n-1} c_n e^{-rk\left(\frac{T}{n}\right)} = c_n \frac{1 - e^{-rT}}{1 - e^{-r\left(\frac{T}{n}\right)}}$$

beziehungsweise

$$c_n = x \frac{1 - e^{-r\left(\frac{T}{n}\right)}}{1 - e^{-rT}}. \tag{1}$$

Damit ergeben sich unter Verwendung der gewählten Parameterwerte insbesondere die Höhe der jährlichen beziehungsweise monatlichen Einzahlungen

$$c_J = x \frac{1 - e^{-r}}{1 - e^{-rT}} \approx 49{,}13\,€,$$

$$c_M = x \frac{1 - e^{-\frac{1}{12}r}}{1 - e^{-rT}} \approx 4{,}17\,€.$$

Die Investitionsrate c_K des Sparplanes mit kontinuierlicher Einzahlung ergibt sich einerseits aus der Beziehung

$$x = \int_0^T c_K e^{-rt} dt = c_K \frac{1 - e^{-rT}}{r}$$

und kann andererseits auch über den Grenzwert der Einzahlungen c_n pro Investitionsintervall T/n für $n \to \infty$ bestimmt werden, das heißt $c_K = \lim_{n \to \infty} \frac{c_n}{T/n}$. In beiden Fällen führt das zu

$$c_K = x \frac{r}{1 - e^{-rT}} \approx 50{,}12\,€/Jahr.$$

Für die genannten Anlagealternativen werden die sich am Ende des Anlagehorizontes ergebenden Endvermögen V ausgewertet. Zur besseren Unterscheidung werden das Endvermögen eines Sparplanes mit n Einzahlungen mit V_n, das Endvermögen der Einmalanlage mit V_E und die Endvermögen der Sparpläne mit jährlicher, monatlicher beziehungsweise kontinuierlicher Einzahlung mit V_J, V_M beziehungsweise V_K bezeichnet. Da es sich in allen betrachteten Fällen wegen der unterstellten zufälligen Dynamik des Assetpreises um Zufallsgrößen handelt, bewerten wir die Erträge durch die jeweiligen Erwartungswerte $\mathbf{E}V$.

Um neben den Erträgen auch die Risiken der Anlagen bewerten und vergleichen zu können, wird zunächst die Standardabweichung $\sqrt{\mathbf{D}^2 V}$ des Endvermögens bestimmt. Diese eignet sich nur bedingt zur Bewertung von Anlagerisiken,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

da in deren Berechnung sowohl die (wirklich riskanten) Abweichungen vom Erwartungswert nach unten als auch die (natürlich erwünschten) Abweichungen nach oben eingehen. Aus diesem Grund betrachten wir weitere sogenannte Ausfallrisikomaße.

Hierfür wird eine Ausfallschranke q vorgegeben, deren Unterschreitung als Risiko interpretiert wird. Für die vorliegende Studie werden für q einerseits das unverzinste Anfangskapital x sowie andererseits das Endvermögen einer risikolosen Anlage des Anfangskapitals, das heißt $q = xe^{rT}$, gewählt. Die Anlagen werden also hinsichtlich einer nominalen Kapitalerhaltung beziehungsweise des Erreichens einer Mindestrendite von r untersucht. Das Risiko besteht im Eintreten des zufälligen Ereignisses $\{V < q\}$, welches gleichbedeutend mit $\{V - q < 0\}$ ist. Als einfachstes Ausfallrisikomaß betrachten wir zunächst die Ausfallwahrscheinlichkeit $\mathrm{P}(V < q)$.

Muß ein Ausfall, das heißt ein negativer Wert von $V - q$ mit einer Zahlung in Höhe der Differenz $q - V$ kompensiert werden, so kann für die Erfüllung dieser Verpflichtung (zum Beispiel von einer Aufsichtsbehörde) die Hinterlegung eines Risikokapitals verlangt werden. Für dessen Bestimmung eignen sich die nachfolgenden Größen, die ebenfalls als Risikomaße dienen können.

Expected Loss ist ein Maß für die Höhe des für den Ausfall zu hinterlegenden Risikokapitals. Es ergibt sich als mittlerer Höhe der „Ausfallverluste" $(V-q)^-$, die für $V < q$ den positiven Wert $q - V$ besitzen und anderenfalls gleich 0 sind. Im Unterschied zur Ausfallwahrscheinlichkeit wird hier nicht nur das Eintreten eines Ausfalls, sondern auch die Höhe der Unterschreitung der Ausfallschranke bewertet.

$$\mathrm{EL}(\mathrm{V}-\mathrm{q}) := \mathbf{E}\left\{(V-q)^-\right\} = \mathbf{E}\left\{(q-V)\mathbf{I}_{\{V-q<0\}}\right\}$$

Value at Risk: Sei $\alpha \in (0,1)$ eine vorgegebene Wahrscheinlichkeit und bezeichne $\rho_\alpha(V-q)$ das α-Quantil der Verteilung von $V - q$. Im vorliegenden Fall eines stetig verteilten Endvermögens gilt

$$\mathbf{P}\left(V - q < \rho_\alpha(V-q)\right) = \mathbf{P}\left(V < \rho_\alpha(V)\right) = \alpha .$$

Der Value at Risk von $V - q$ wird definiert als

$$VaR_\alpha(V-q) := -\rho_\alpha(V-q)$$

und markiert den Wert, welchen die Zahlungen $q - V$ nur in den schlechtesten $\alpha \cdot 100\%$ Fällen überschreiten. Zur Ausfallwahrscheinlichkeit besteht der Zusammenhang

$$VaR_\alpha(V-q) > 0 \quad \Leftrightarrow \quad \mathbf{P}(V < q) > \alpha ,$$

für Ausfallwahrscheinlichkeiten kleiner α ergibt sich ein negativer Value at Risk.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tail Conditional Expectation: Tail Conditional Expectation wird mitunter auch als Mean Excess Loss bezeichnet und ist zu vorgegebener Wahrscheinlichkeit $\alpha \in (0,1)$ definiert als

$$\mathrm{TCE}_\alpha(V-q) := -\mathbf{E}\{V-q \mid V < \rho_\alpha(V)\}.$$

Im vorliegenden Fall stetig verteilter Endvermögen bewertet Tail Conditional Expectation den *erwarteten* Wert der Zahlungen $q-V$ in den schlechtesten $\alpha \cdot 100\%$ Fällen. Dagegen liefert der VaR lediglich den *kleinsten* Wert dieser Zahlungen; er ist daher indifferent gegenüber Werten jenseits der durch das Quantil gegebenen Schranke. Man kann zeigen, daß $\mathrm{VAR}_\alpha(V-q) \le \mathrm{TCE}_\alpha(V-q)$ gilt, das heißt TCE dominiert stets VaR.

Positive Werte der genannten Maße weisen auf inakzeptable Risiken hin, die durch Hinterlegung eines Risikokapitals in Höhe des Risikomaßes zu kompensieren sind. Negative Werte zeigen dagegen an, daß es sich um eine akzeptable riskante Position handelt.

Das zuletzt genannte Maß TCE ist im vorliegenden Fall eines stetig verteilten Endvermögens ein sogenanntes kohärentes Risikomaß im Sinne von Artzner u. a.[42] Es erfüllt die Eigenschaften der Translationsinvarianz, Monotonie, Subadditivität und positiven Homogenität. Value at Risk verletzt dagegen die Subadditivität, während Expected Loss nicht translationsinvariant ist.

Im Unterschied zum Erwartungswert und zur Standardabweichung erfordert die Berechnung der Ausfallrisikomaße in der Regel die vollständige Kenntnis der Verteilung des Endvermögens im Intervall $(0,q]$.

II. Charakterisierung der Endvermögen

Im weiteren sollen nun die zufälligen Endvermögen der verschiedenen Anlagealternativen beschrieben und verglichen werden. Für den Vergleich der Erträge wird der Erwartungswert benutzt, während die Bewertung der Risiken über die Standardabweichung und die eingeführten Ausfallrisikomaße erfolgt.

Das Endvermögen der Einmalanlage ist gleich dem Produkt aus der Anzahl der zur Zeit $t=0$ erworbenen Assetanteile $\frac{x}{S_0}$ und dem Assetpreis zur Zeit $t=T$, das heißt

$$V_E = \frac{x}{S_0} S(T) = x \exp\left(\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)T + \sigma W(T)\right).$$

[42] Vgl. *Artzner u. a.* (1999).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Damit ist V_E eine logarithmisch normalverteilte Zufallsgröße und es gilt

$$\ln V_E \sim N\left(\ln x + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)T, \sigma^2 T\right).$$

Für den Erwartungswert und die Standardabweichung ergibt sich dann

$$\mathbf{E}V_E = xe^{\mu T} \tag{2}$$

$$\sqrt{\mathbf{D}^2 V_E} = x\sqrt{e^{2\mu T}\left(e^{\sigma^2 T} - 1\right)}. \tag{3}$$

Die Ausfallrisikomaße lassen sich wegen der bekannten Verteilung von V_E explizit bestimmen.

Bei den Sparplänen mit jährlicher beziehungsweise monatlicher Einzahlung, die sich für $n = T$ beziehungsweise $n = 12T$ Investitionszeitpunkte ergeben, werden zum Zeitpunkt $t = k\frac{T}{n}, k = 0, \ldots, n-1$ jeweils $\frac{c_n}{S\left(k\frac{T}{n}\right)}$ Anteile des Assets erworben und bis zur Zeit $t = T$ gehalten. Für das Endvermögen gilt somit

$$V_n = \sum_{k=0}^{n-1} \frac{c_n}{S\left(k\frac{T}{n}\right)} S(T). \tag{4}$$

Wegen

$$\frac{S(T)}{S\left(k\frac{T}{n}\right)} = \exp\left(\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)\left(T - k\frac{T}{n}\right) + \sigma\left(W(T) - W\left(k\frac{T}{n}\right)\right)\right) \tag{5}$$

handelt es sich bei V_n um eine Summe (stochastisch abhängiger) logarithmisch normalverteilter Zufallsgrößen. Für das mittlere Endvermögen erhält man:[43]

$$\mathbf{E}V_n = xe^{\mu T} \frac{1 - e^{-\mu T}}{1 - e^{-\mu\frac{T}{n}}} \frac{1 - e^{-r\frac{T}{n}}}{1 - e^{-rT}}. \tag{6}$$

Während auch die Varianz und somit die Standardabweichung auf analytischem Wege bestimmt werden können,[44] existieren für die Verteilungsdichte und damit für die Ausfallrisikomaße bei den Sparplänen mit n Einzahlungen im allgemeinen keine geschlossenen Ausdrücke. Deren Bestimmung wurde auf der Grundlage einer Monte-Carlo-Simulation vorgenommen (Abschnitt C.V.).

Für das Endvermögen des Sparplanes mit kontinuierlicher Einzahlung erhalten wir die Darstellung

---

[43] Siehe *Hofmann u. a.* (2004), S. 37 ff.

[44] Siehe *Hofmann u. a.* (2004), S. 37 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$V_k = c_K \int_0^T \exp\left[\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)s + \sigma\tilde{W}(s)\right] ds$$

mit dem Standard-Wiener-Prozeß $\tilde{W}(s)$, für den $\tilde{W}(s) := W(T) - W(T-s)$, $s \in [0,T]$, gilt.[45] Das so entstandene Integral ist in der Literatur als Exponential-Funktional eines Wiener-Prozesses bekannt. Die Berechnung der Momente und der Verteilungsdichte derartiger Funktionale wird in der Literatur beschrieben.[46] Der Erwartungswert als Moment erster Ordnung kann dagegen direkt berechnet werden, es gilt

$$\mathbf{E}V_K = c_K \int_0^T \mathbf{E}\left\{\exp\left[\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)s + \sigma\tilde{W}(s)\right]\right\} ds$$

$$= c_K \int_0^T e^{\mu s} ds = \frac{r}{1 - e^{-rT}} \int_0^T e^{\mu s} ds$$

$$= \frac{r}{\mu} \frac{e^{\mu T} - 1}{1 - e^{-rT}} \,. \tag{7}$$

III. Erwartungswert der Endvermögen

Benutzt man die im letzten Abschnitt erhaltenen Formeln (2), (6) und (7) für die Berechnung der mittleren Endvermögen ergeben sich für die gewählten Parameter die in Tabelle 3 angegebenen Werte für die vier betrachteten Anlagen.

Tabelle 3

Mittlere Endvermögen in €

Einmal	*jährlich*	*monatlich*	*kontinuierlich*
24.533	15.038	14.767	14.743

Es zeigt sich, daß die Einmalanlage hinsichtlich des mittleren Endvermögens den Sparplänen deutlich überlegen ist. Darüber hinaus ist der Sparplan mit jährlicher Einzahlung denen mit monatlicher beziehungsweise kontinuierlicher Einzahlung überlegen. Die Unterschiede zwischen monatlicher und kontinuierlicher Einzahlung fallen allerdings sehr gering aus. Die beobachteten Relationen sind natürlich für $r < \mu$ zu erwarten, da es (im Mittel) lohnender ist, so zeitig wie möglich in das (im Mittel) ertragreichere Asset zu investieren, als das Kapital mit dem niedrigen Zinssatz r anzulegen. Eine verzögerte Investition bringt stets einen teilweisen Verzicht auf die Equity Premium mit sich, was sich in einem

[45] Siehe *Hofmann u. a.* (2004), S. 40 f.

[46] Vgl. zum Beispiel *Yor* (2001). Siehe *Hofmann u. a.* (2004), S. 40 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

geringeren mittleren Endvermögen niederschlagen muß. Es wurde gezeigt, daß für beliebige Parameter r und μ mit $r < \mu$ die Ungleichungen

$$\mathbf{E}V_E > \mathbf{E}V_J > \mathbf{E}V_M > \mathbf{E}V_K \tag{8}$$

erfüllt sind, das heißt das mittlere Endvermögen ist als Funktion der Investitionsfrequenz monoton fallend.[47] Abbildung 3 zeigt das mittlere Endvermögen sowohl als Funktion der Investitionsfrequenz $\frac{n}{T}$ als auch der hierzu reziproken Investitionsperiode $\frac{T}{n}$.

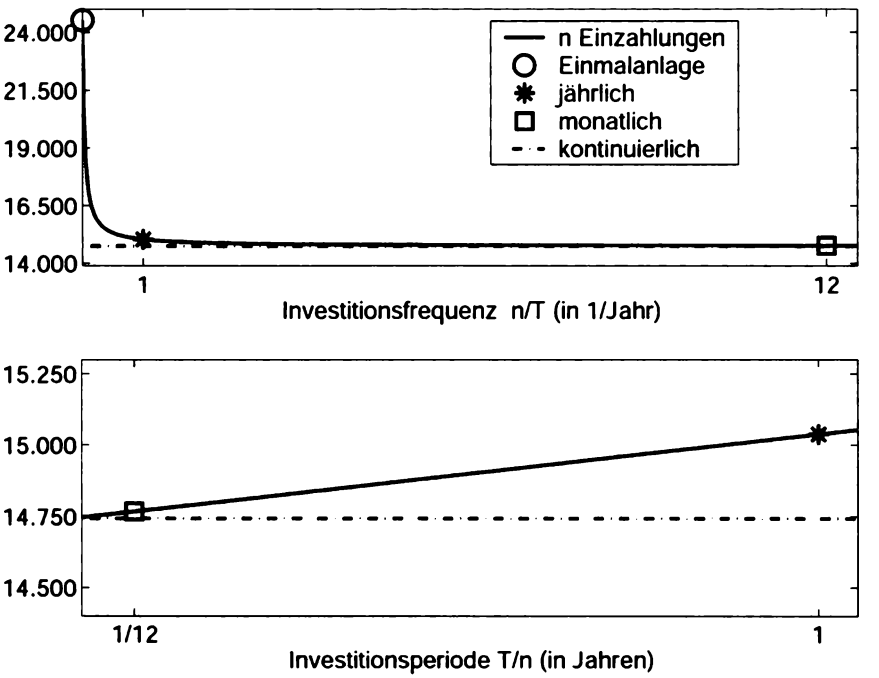


Abbildung 3: Mittleres Endvermögen eines Sparplanes mit n Investitionszeitpunkten als Funktion Investitionsfrequenz $\frac{n}{T}$ (oben) und Investitionsperiode $\frac{T}{n}$ (unten)

Tabelle 4

Standardabweichungen der Endvermögen in €

Einmal	*jährlich*	*monatlich*	*kontinuierlich*
48.776	20.565	19.911	19.852

[47] Siehe *Hofmann u. a.* (2004), S. 39.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

IV. Standardabweichung der Endvermögen

Nach der Betrachtung der Mittelwerte der Endvermögen sollen nun deren Standardabweichungen als erstes Risikomaß untersucht werden. Die Ergebnisse in Tabelle 4 zeigen, daß die Standardabweichungen ebenfalls mit zunehmender Investitionsfrequenz sinken, das heißt zu den geringeren Erträgen gehören auch geringere Risiken. Der Unterschied zwischen monatlicher und kontinuierlicher Einzahlung ist wieder sehr gering.

Abbildung 4 zeigt die Standardabweichung der Endvermögen, wieder sowohl als Funktion der Investitionsfrequenz $\frac{n}{T}$ als auch als Funktion der Investitionsperiode $\frac{T}{n}$.[48]

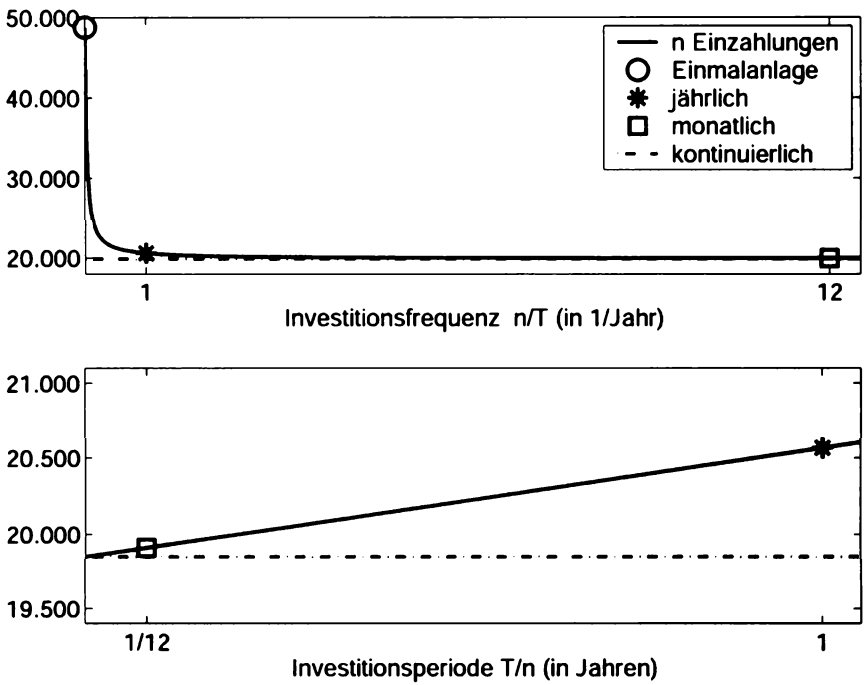


Abbildung 4: Standardabweichung des Endvermögens eines Sparplanes mit n Investitionszeitpunkten als Funktion Investitionsfrequenz $\frac{n}{T}$ (oben) und Investitionsperiode $\frac{T}{n}$ (unten)

[48] Die Formeln zur Berechnung der Varianzen und damit der Standardabweichungen für die Sparpläne sind in *Hofmann u. a.* (2004), S. 37 f. zu finden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

V. Ausfallrisikomaße der Endvermögen

Tabelle 5 zeigt die Werte der verschiedenen Ausfallrisikomaße, die sich für die beiden Ausfallschranken $q = x = 1.000\,€$ und $q = xe^{rT} = 4.953\,€$ ergeben. Es werden die Ausfallwahrscheinlichkeiten $\mathbf{P}(V < q)$, die Maße Expected Loss $\mathrm{EL}(V - q)$, sowie Value at Risk $\mathrm{VaR}_\alpha(V - q)$ und Tail Conditional Expectation $\mathrm{TCE}_\alpha(V - q)$ jeweils für $\alpha = 1\%$ und $\alpha = 5\%$ berechnet.

Die Berechnung der Ausfallrisikomaße basiert auf den in Abbildung 5 gezeigten Verteilungsdichten $f(v)$ und den Verteilungsfunktionen $F(v)$ für die verschiedenen Endvermögen. Es gilt

$$F(v) = \int_0^v f(s)ds = \mathbf{P}(V \le v).$$

Für eine Ausfallschranke q ergibt sich die zugehörige Ausfallwahrscheinlichkeit zum Beispiel direkt aus dem entsprechenden Wert $F(q)$ der Verteilungsfunktion. Während die Verteilungsdichte des logarithmisch normalverteilten Endvermögens V_E der Einmalanlage direkt bestimmbar ist, wurden für die Berechnung der Dichte des Sparplans mit kontinuierlicher Einzahlung die Ergebnisse aus der Literatur benutzt.[49] Für die Sparpläne mit jährlicher beziehungsweise monatlicher Einzahlung entstammen die Dichten einer Monte-Carlo-Simulations-Studie mit 10 Millionen (monatlicher Fall) beziehungsweise 50 Millionen (jährlicher Fall) Realisierungen.

Die Verläufe der Verteilungsdichten zu den Endvermögen der Sparpläne mit jährlicher, monatlicher und kontinuierlicher Einzahlung können in dem in Abbildung 5 dargestellten Bereich visuell nicht unterschieden werden. Die sehr geringen aber dennoch bestehenden Unterschiede in den Verteilungen werden erst durch die verschiedenen Werte der Ausfallrisikomaße in Tabelle 5 aufgedeckt.

Die Ergebnisse dieser Studie zeigen, daß bei den gewählten Parametern die Sparpläne durchweg geringere Erträge als die Einmalanlage aufweisen. Dabei ist das mittlere Endvermögen sogar eine streng monoton fallende Funktion der Investitionsfrequenz. Diese Eigenschaft wurde für beliebige Parameterwerte mit $\mu > r$ bewiesen.[50]

Den geringeren Erträgen stehen aber auch entsprechend geringere Risiken gegenüber. Dies zeigen fast alle der verwendeten Risikomaße, die darüber hinaus wiederum monoton fallend in der Investitionsfrequenz sind. Während die Unterschiede in den Werten der Risikomaße bei den drei betrachteten Sparplä-

[49] Vgl. *Yor* (2001). Siehe *Hofmann u. a.* (2004), S. 40 f.

[50] Siehe *Hofmann u. a.* (2004), S. 39 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nen nur gering ausfallen, weist die Einmalanlage doch signifikant höhere Risiken auf.

Die Werte der Ausfallrisikomaße aus Tabelle 5 sollen am Beispiel der Einmalanlage und der Ausfallschranke $q = x = 1000\,€$ erläutert werden. Der Wert der Ausfallwahrscheinlichkeit besagt, daß die Einmalanlage das Ziel einer nominalen Kapitalerhaltung (also $V_E \geq x = 1000\,€$) mit einer Wahrscheinlichkeit von 2,81% verfehlt. Ein Expected Loss von 9,7 € bedeutet, daß diese Summe im Mittel für die Kompensation der Ausfallverluste in Höhe von $q - V_E = 1000\,€ - V_E$ zu reservieren ist.

Vom Wert des Value at Risk $\mathrm{VaR}_{1\%} = 438{,}5\,€$ kann abgelesen werden, daß in den schlechtesten 1% Fällen das Endvermögen V_E die Ausfallschranke $q = 1000\,€$ um mindestens 438,5 € unterschreitet. Aus der definierenden Beziehung $\mathbf{P}\left(V - q < -\mathrm{VaR}_{1\%}\right) = 1\%$ folgt also insbesondere $\mathbf{P}\left(V < q - VaR_{1\%} = 1000\,€ - 438{,}5\,€ = 561{,}5\,€\right) = 1\%$.

Tabelle 5

Ausfallrisikomaße für die Ausfallschranke $q = x$ (oben) und $q = xe^{rT}$ (unten)

	Einmal	*jährlich*	*monatl.*	*kontin.*
Ausfallwkt. in %	2,81	0,34	0,30	0,27
Expected Loss in €	9,7	0,57	0,48	0,47
$\mathrm{VaR}_{1\%}$ in €	438,5	-280,0	-320,0	-356,8
$\mathrm{TCE}_{1\%}$ in €	593,5	-50,2	-87,7	-117,0
$\mathrm{VaR}_{5\%}$ in €	-356,8	-1.160,0	-1.180,0	-1.218,0
$\mathrm{TCE}_{5\%}$ in €	109,7	-645,3	-668,1	-686,9

$q = x = 1.000\,€$

	Einmal	*Jährlich*	*monatl.*	*kontin.*
Ausfallwkt. in %	26,39	25,31	25,43	25,44
Expected Loss in €	596,6	439,0	437,5	436,9
$\mathrm{VaR}_{1\%}$ in €	4.391,5	3.673,0	3.633,0	3.596,2
$\mathrm{TCE}_{1\%}$ in €	4.546,5	3.902,8	3.865,4	3.836,0
$\mathrm{VaR}_{5\%}$ in €	3.596,2	2.793,0	2.773,0	2.751,2
$\mathrm{TCE}_{5\%}$ in €	4.063,7	3.307,7	3.284,9	3.266,1

$q = xe^{rT} = 4.953\,€$

Der mittlere Wert dieser Unterschreitungen in den schlechtesten 1% Fällen ist durch $\mathrm{TCE}_{1\%}$ gegeben und beträgt 593,5 € und ist natürlich größer als der Value at Risk, welcher nur den Mindestwert der Unterschreitungen markiert. Das mittlere Endvermögen der Einmalanlage beträgt also in diesen Fällen $1000\,€ - 593{,}5\,€ = 406{,}5\,€$.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Betrachtet man dagegen nicht nur die schlechtesten 1%, sondern die schlechtesten 5% der Endvermögen, so sind die Werte in den letzten beiden Zeilen heranzuziehen. Der negative Wert $\mathrm{VaR}_{5\%} = -356{,}85\ €$ besagt, daß in den schlechtesten 5% Fällen das Endvermögen höchstens den Wert von $q - \mathrm{VaR}_{5\%} = q - (-356{,}8\ €) = 1356{,}8\ €$ erreicht, welcher die Ausfallschranke übersteigt. Der negative Wert $\mathrm{VaR}_{5\%}$ korrespondiert darüber hinaus mit der Ausfallwahrscheinlichkeit der Einmalanlage von 2,81%, welche kleiner als die hier vorgegebene Wahrscheinlichkeit von 5% ist. Die betrachteten schlechtesten 5% Fälle enthalten somit sowohl die 2,81% Ausfälle $(V_E < q = 1000\ €)$ als auch 2,19% Nichtausfallsituationen $(1000\ € \le V_E < 1356{,}8\ €)$.

Mit dem positiven Wert $\mathrm{TCE}_{5\%}$ wird dagegen deutlich, daß in den schlechtesten 5% Fällen die Ausfallschranke im Mittel unterschritten wird und zwar um 109,7 €. In diesen Fällen ist also das mittlere Endvermögen gleich $q - \mathrm{TCE}_{5\%} = 1000\ € - 109{,}7\ € = 890{,}3\ €$.

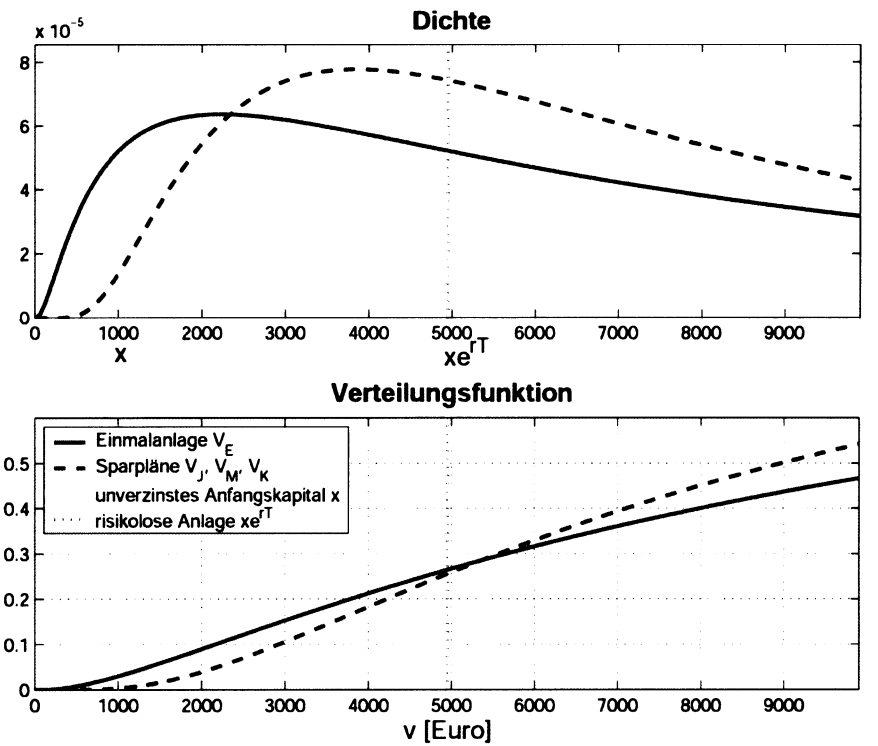


Abbildung 5: Dichte und Verteilungsfunktion der Endvermögen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Lediglich im Falle der Ausfallwahrscheinlichkeit können sich bei Wahl einer hinreichend großen Ausfallschranke q auch umgekehrte Effekte ergeben.[51] In dieser Studie ergeben sich zum Beispiel für $q = xe^{rT}$, das heißt wenn die Ausfallschranke q gleich dem Endvermögen einer risikolosen Anlage des Anfangskapitals x ist, bei allen betrachteten Anlagealternativen nahezu gleiche Ausfallwahrscheinlichkeiten von etwa 25 Prozent. Das heißt in etwa einem von vier Fällen unterschreiten die Renditen der Anlagen in das Asset die Rendite der risikolosen Anlage.

Abschließend sei bemerkt, daß bei den in der Studie unterstellten Parameterwerten die Investitionsfrequenz einen kaum merklichen Einfluß sowohl auf die Erträge als auch auf die Risiken der Sparpläne besitzt. Beim gewählten Anlagezeitraum von $T = 40$ Jahren ist es also relativ unerheblich, ob jährlich, monatlich oder sogar noch häufiger investiert wird.

D. Zusammenfassung und Schlußfolgerung

Fassen wir zusammen: Ziel der Untersuchung ist es, die Bandbreite zulässiger Aussagen für Anlagen nach dem Cost Average-Prinzip abzuleiten. Dabei wurde dem überwiegenden Tenor werbender Aussagen von Finanzintermediären folgend ein Marktteilnehmer ohne überlegene Informationen angenommen.

In einer ersten Studie (Abschnitt B.) betrachten wir den *mathematischen Kern* des Cost Average-Prinzips näher. Dazu haben wir ein Asset betrachtet, dessen Kurs deterministisch im Sinne einer Seitwärtsbewegung des Marktes mit regelmäßigen sinusförmigen Schwingungen um einen Mittelwert schwankt. Weiter gehen wir von einem Investor aus, der regelmäßig einen festen Betrag spart und je nach Kursstand am Kauftag dafür einmal mehr, einmal weniger Anteile am Asset erhält. Ein solches Sparverhalten wird als Cost Average-basierte Anlagestrategie bezeichnet. Es zeigt sich, daß in einer Endvermögensbetrachtung der Preis pro erworbenem Anteil bei dieser Sparform stets gleich oder geringer ist als der Durchschnittspreis der Anteile zu den Kaufzeitpunkten (Tabelle 1 und 2), weil das harmonische Mittel stets kleiner ist als das arithmetische Mittel, sofern nicht alle Anteilspreise gleich sind. Dies ist das mathematische Herzstück des Cost Average-Prinzips.

Aus dieser mathematischen Gesetzmäßigkeit folgt nun noch nicht, daß im ökonomischen Sinne der Sparplan für Wirtschaftssubjekte ohne überlegene Informationen eine vorteilhafte Investitionsalternative darstellt. Selbst für einen streng seitwärts gerichteten Markt variieren die Ergebnisse relativ stark, je

[51] Dies wurde u. a. auch in der Arbeit *Albrecht/Dus/Maurer/Ruckpaul* (2002) beobachtet.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nachdem welche Schwankungsamplitude vorliegt, ob eine gerade oder ungerade Anzahl von Schwingungen auftritt und ob die Schwingungen beidseitig oder nur nach oben beziehungsweise nach unten gerichtet sind. Unterliegt der Markt zusätzlich einem Aufwärts- oder Abwärtstrend, so können die Trendwirkungen die Cost Average-Phänomene auch vollständig dominieren. Es ist also nicht so, daß bereits die bloße Existenz von Preisschwingungen die optimale Handlungsalternative – nämlich die Wahl einer Cost Average-basierten Anlagestrategie – begründet. Vielmehr gibt es weitere Bedingungen des Marktverlaufs, die dazu kommen müssen. Eine Werbung, die nicht auf die skizzierten Zusammenhänge hinweist, ist demzufolge unvollständig und irreführend.

In einer zweiten Untersuchung (Abschnitt C.) haben wir die Annahme eines deterministischen stationären Kursprozesses aufgehoben und stattdessen eine geometrische Brownsche Bewegung mit den Parametern μ und σ zu Grunde gelegt.[52] Von einem solchen Prozeß müssen der Literatur zufolge Marktteilnehmer ohne überlegene Marktinformationen bei Investitionen in viele riskante Assetarten ausgehen. Cost Average-basierte Anlagestrategien zeigen sich darin, daß – je nach Handlungsalternativen des jeweiligen Investoren – der Sparplan vor der Einmalanlage präferiert oder ein Sparplan mit einer höheren Investitionsfrequenz einem Sparplan mit einer niedrigeren Investitionsfrequenz vorgezogen wird.

Die Untersuchung erbrachte folgende Ergebnisse: Wenn der mittlere zu erwartende Assetertrag μ über der Rendite des sicheren Assets r liegt, dann ist für risikoneutrale Investoren die Anlage mit früheren Einzahlungen stets vorteilhafter. Sparpläne nach dem Cost Average-Prinzip sind damit keine überlegenen Anlageformen. Der Investor muß immer versuchen, so früh wie möglich zu investieren; ein regelmäßiger Sparplan liefert stets ein niedrigeres mittleres Endvermögen als die Einmalanlage.

Bezieht man Risikoaspekte mit ein, ergibt sich, daß – bei den betrachteten sehr langen Anlagezeiträumen von 40 Jahren – sowohl die Standardabweichung des Endvermögens als auch die Werte der betrachteten Ausfallrisikomaße (die die Gefahr des Unterschreitens eines vorgegebenen Endvermögens bewerten) mit zunehmender Investitionsfrequenz bis hin zur kontinuierlichen Anlage gegenüber der Einmalanlage drastisch vermindert werden können. Insofern kann Werbung mit dem Cost Average-Prinzip berechtigt sein: Wer nach dem Cost Average-Prinzip spart und seine Investitionen zeitlich streckt, verzichtet zwar auf Ertrag, wird aber mit einer Risikominderung belohnt.

[52] Ein sich seitwärts bewegender Markt mit einheitlichem Assetpreis am Anfang und Ende des Investitionszeitraumes war wesentliche Voraussetzung in Abschnitt B.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Es zeigt sich auch, daß eine immer weiter zunehmende Investitionsfrequenz immer weniger zusätzlich ertrags- und risikomindernd wirkt.[53] Ab einem gewissen Punkt kann für größere Anlagefrequenzen kaum noch ein praktisch relevanter zusätzlicher Risikosenkungsbeitrag erzielt werden. Insbesondere der Übergang von jährlichen zu monatlichen Sparraten hat (bei dem hier betrachteten Gesamtanlagezeitraum von 40 Jahren) ökonomisch vollkommen unbedeutende Risikominderungswirkungen. Dieses Ergebnis ist insofern wichtig, als viele Finanzdienstleister dazu übergegangen sind, Verwaltungskosten verursachungsgerecht zu belasten. Bei Lebensversicherungen kann die monatliche Beitragszahlung im Vergleich mit der jährlichen mit Renditenachteilen von bis zu einem ganzen Prozentpunkt verbunden sein. Wenn derartigen Mehrkosten keine beachtlichen Risikosenkungswirkungen gegenüberstehen, lohnen Sparpläne mit hohen Investitionsfrequenzen nicht.

Die Ergebnisse von Abschnitt C. zeigen aber auch, daß die Rahmenbedingungen (wie etwa der Gesamtanlagezeitraum) sowie die Wahl der Risikopräferenzen großen Einfluß auf die Ergebnisse haben können. Das wird besonders am Risikomaß der Ausfallwahrscheinlichkeit deutlich, welche hier bei einer Ausfallschranke, die dem unverzinsten Anfangskapital entspricht, mit zunehmender Investitionsfrequenz deutlich absinkt, während bei einer auf der risikolosen Anlage basierenden Ausfallschranke ein anderes Verhalten zu beobachten ist.

In der Konsequenz ergibt sich, daß eine auf den risikoneutralen Investor zielende Werbung nicht mit dem Cost Average-Effekt argumentieren darf, für diesen ist die Einmalanlage die dominierende Strategie, während eine an den typischen risikoaversen Investor der Realität gerichtete Werbung darauf hinweisen muß, daß bei Cost Average-basierten Strategien

- Risikominderung mit Ertragsverzicht erkauft werden muß, und
- sehr kurze Sparperioden mit fast keinen zusätzlichen risikosenkenden Effekten verbunden sind.

Ein Hinweis auf die Kostenkonsequenzen häufiger kleiner Einzahlungen ist unerläßlich. Wenn mit konkreten Investitionsfrequenzen geworben wird – zum Beispiel für *monatliche* Sparpläne – muß gezeigt werden, zu welchen alternativen Investitionsfrequenzen die monatliche Sparweise optimal sein soll.

---

[53] Bei dem hier angenommenen 40jährigen Gesamtanlagezeitraum ergibt sich beispielsweise ausgehend von einer Einmalanlage beim Übergang zu einer zweimaligen Anlage (Investitionsperiode 20 Jahre), daß das mittlere Endvermögen von 24.533 € auf 20.344 € und die Standardabweichung von 48.776 € auf 35.899 € absinkt. Beim Übergang von einem 2-Jahres-Rhythmus hin zur jährlichen Anlage (auch hier wird die Investitionsfrequenz verdoppelt) sinkt der Erwartungswert nur von 15.332 € auf 15.038 € und die Standardabweichung von 21.294 € auf 20.565 € .

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Literaturverzeichnis

Albrecht, P. u. a. (2002): Cost Average-Effekt: Fakt oder Mythos? In: Mannheimer Manuskripte zu Risikotheorie, Portfolio Management und Versicherungswirtschaft, Nr. 140. Universität Mannheim.

Artzner, P. u. a. (1999): Coherent Measures of Risk. „Mathematical Finance", H. 9, S. 203-228.

Balvers, R. / *Mitchell*, D. (2000): Efficient Gradualism in Intertemporal Portfolios. „Journal of Economic Dynamics and Control", H. 24, S. 21-38.

Bank, M. / *Gerke*, W. (2000): Spezialfonds als Instrument im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung. In: Handbuch Spezialfonds. Hrsg. v. J. M. Kleeberg und C. Schlenger. Bad Soden, H. 04, S. 214-229.

Baxter, M. W. / *Rennie*, A. (1996): Financial Calculus: An Introductin to Derivative Pricing. „Cambridge University Press", Cambridge.

Coy, P. (2002): Sometimes the best game plan is the easiest. In: „Business Week", Nr. 3766, S. 76

Drescher und Cie (2003): Der Cost-Average-Effekt in Aktion. In: http://www.finanz-partner.de/news/print.php?sid=67 [19.12.2003].

DWS Investments (2003): Der Cost-Average-Effekt. Richtig investieren – mit längerfristigen Aktienfondssparplänen. Ausgabe 1/2003, Informationsschrift der DWS Investment GmbH, Grüneburgweg 113-115, Frankfurt.

Ebertz, T. / *Scherer*, B. (1998): Cost Averaging, Fakt oder Fiktion? „Die Bank", H. 2, S. 84-87.

Guerin, T. (2002): The power of dollar-cost averaging. „Greater Baton Rouge Business Report", Vol. 20, S. 11.

Hall, A. (2000): The Mysteries of Averaging. „Greater Baton Rouge Business Report", H. 19, Nr. 7, S. 36.

Hockmann, J. / *Thießen*, F. (2002): Investment Banking. Stuttgart.

Hofmann, B. u. a. (2003): Vermögensaufteilung für die Altersvorsorge: wie fundiert sind langfristige Allokationsregeln? „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft", 15. Jg., H. 4, S. 261-276.

– (2004): Der Cost Average Effekt in der Anlageberatung – Einsatzmöglichkeiten und Grenzen sowie deren mathematische Hintergründe. „Wirtschaftswissenschaftliches Diskussionspapier", Nr. 65, Technische Universität Chemnitz.

Keller, C. (1999): Die Zukunft der gesetzlichen Rentensysteme in der Europäischen Union. Köln.

Klöckner, B. (2002): Cost Average-Effekt. Wer auch in Krisenzeiten spart, gewinnt. „Versicherungsmagazin", H. 10, S. 56-57.

Knepper, D. (2003): Dollar Cost Averaging. „Journal of Accountancy", Vol. 196, S. 17.

Korn, R. / *Korn*, E. (1999): Optionsbewertung und Portfoliooptimierung. Braunschweig.

Kwok, Y.-K. (1998): Mathematical Models of Financial Derivatives. Singapore.

Langer, T. / *Nauhauser*, N. (2003): Gibt es einen Cost-Average-Effekt? Unveröffentlichtes Manuskript, Lehrstuhl für ABWL, Finanzwirtschaft, insbes. Bankbetriebslehre, Universität Mannheim.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Leggio, K. / *Lien*, D. (2003): An Empirical Examination of the Effectiveness of Dollar-Cost Averaging Using Downside Risk Performance Measures. „Journal of Economics and Finance", Nr. 2, H. 27, S. 211-233.

– (2003): Comparing Alternative Investment Strategies Using Risk-Adjusted Performance Measures. „Journal of Financial Plannin", Jg. 16, Nr. 1, S. 82-87.

Lenenbach, M. (2002): Kapitalmarkt- und Börsenrecht. Köln.

Libin, K. (2003): Shared Prices. „Canadian Business", Jg. 76, Nr. 3, S. 21.

Mazzoni, C. / *Weber*, M. / *Wicki*, B. (2001): Chancen und Risiken an den Finanzmärkten. „Financial Markets and Portfolio Management", Jg. 15, Nr. 2, S. 212-230.

Milevsky, M. (2003): A continuous-time re-examination of dollar-cost averaging. „International journal of theoretical and applied finance", Jg. 6, S. 173-194.

Morawietz, M. (1994): Rentabilität und Risiko deutscher Aktien- und Rentenanlagen seit 1870. Wiesbaden.

Musiela, M. / *Rutkowski*, M. (1997): Martingale Methods in Financial Modelling. Berlin.

o.V. (1995): Aktien sind unter langfristigen Gesichtspunkten nicht risikoreicher als Renten. „Frankfurter Allgemeine Zeitung", 12.12.1995, S. 28.

Patrick, J. (1996): The benefits of using dollar cost averaging. „Westchester County Business Journal", Jg. 35, S. 33-38.

Samuelson, P. (1994): The Long Term Case for Equity. „The Journal of Portfolio Management", S. 15-24.

Scherer, B. / *Ebertz*, T. (2003): Cost Averaging: An Expensive Strategy for Maximising Terminal Wealth. „Financial Markets and Portfolio Management", Jg. 17, H. 2, S. 186-193.

Schwintowski, H.-P. / *Schäfer*, F. (1997): Bankrecht: Commercial Banking, Investment Banking. München.

Stäcker, K. (1999): Aktienfonds: Mit Sparplänen sind die Chancen am größten. „Bank und Markt und Technik", 28. Jg., H. 5, S. 31-33.

Statman, M. (1995): A behavioural framework for dollar-cost averaging. „The Journal of Portfolio Management", Jg. 22, H. 1, S. 70-78.

Stephan, T. / *Telöken*, K. (1997): Sparplan versus Einmalanlage: Der Cost-Average-Effekt. „Die Bank", H. 10, S. 616-619.

– (1998): Cost Averaging versus Einmalanlage. „Die Bank", H. 5, S. 321.

Yor, M. (2001): Exponential Functionals of Brownian Motion and Related Processes. Berlin.

Walze, M. / *Eisenhofer*, A. / *Wettach*, A. (2003): Cost Averaging versus Buy-and-Hold. In: Handbuch Asset Management. Hrsg. v. H. Dichtl u. a. Bad Soden, S.439-456.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Institutionenökonomische Modellierung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften – ein empirischer Bewertungsansatz für den deutschen Markt

Von Detlev Hummel und Bert Helwing

A. Einführung

Die nach den Boomjahren einsetzende Konsolidierung[1] des Private Equity- und Venture Capital-Marktes verdeutlicht Defizite im Beteiligungsmanagement vieler Beteiligungsgesellschaften. Die Auswirkungen sind sowohl auf der Beziehungsebene Kapitalbeteiligungsgesellschaft und Portfoliounternehmen als auch auf der Ebene Investor und Kapitalbeteiligungsgesellschaft relevant. Das Risiko, das sich durch die Festlegung auf eine bestimmte Kapitalbeteiligungsgesellschaft ergibt, kann nur beschränkt anhand quantitativer Rendite-Risiko-Profile eingeschätzt werden.

Methoden zur Risikomessung, die für öffentlich notierte Wertpapiere genutzt werden, sind in ihrer Anwendung für Private Equity-Transaktionen (Venture Capital-Transaktionen) sehr problematisch. Zwar sind die moderne Portfoliotheorie und das Capital Asset Pricing Model (CAPM) sehr weit verbreitet, um Portfolios derartiger Wertpapiere nach bestimmten Rendite-Risiko-Relationen zu optimieren. Da aber öffentlich notierte Marktpreise für Private Equity-Transaktionen, vergleichbar mit denen für andere (zum Beispiel börsennotierte) liquide Assets, nicht bestehen, sind objektive Rendite-Risiko-Messungen nur schwer verifizierbar.

Private Equity-Investments sind vielmehr illiquide Investments, die nicht jederzeit veräußert werden können (oder nur unter großen Abschlägen). Es handelt sich hier um langfristige Anlagen, für die nur unregelmäßige Bewertungen (aufgrund von externen Transaktionen, Abschreibungen oder dem Verkauf der Beteiligung) vorgenommen werden.[2]

---

[1] Zur Konsolidierung des Marktes vgl. *Frommann/Dahmann* (2003), S. 12 f.

[2] Die Beteiligungsportfolios oder einzelnen Beteiligungen werden solange zu Anschaffungspreisen bewertet, bis ein wesentliches Ereignis eintritt, das die ursprüngliche Bewertung beeinflußt. Dies bedeutet aber auch, daß neue Bewertungen immer auf denen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Da Daten über die Performance von Private Equity-Transaktionen nicht öffentlich zugänglich sind, bestehen immer noch erhebliche Einschränkungen, das Risiko derartiger Transaktionen zu messen. Die Standartabweichung als ein typisches Maß für die Abbildung des Risikos ist insofern denkbar ungeeignet.[3] In der Vergangenheit wurde wiederholt der Versuch unternommen, sich dem Aspekt der Risikomessung wenigstens anzunähern. Man beschränkte sich dabei aber vor allem auf die quantitativen Aspekte des Risikos.[4]

Der vorliegende Ansatz geht davon aus, daß das Risikopotential einer Private Equity-Transaktion im erheblichen Maße von den beteiligten Unternehmen abhängt. Somit besteht unseres Erachtens ein erheblicher Bedarf, qualitative Einflußfaktoren wie die Managementqualität, das Ausmaß der Betreuungsintensität und die Reputation der betreffenden Kapitalbeteiligungsgesellschaften stärker in die Risikobetrachtung einzubeziehen. Ziel sollte es sein, solche Gesellschaften zu identifizieren, die eine nachhaltige Stabilität der Finanzierungsbeziehungen mit ihren Investoren gewährleisten und sich am Markt durch eine entsprechende Reputation und hervorragende Managementpotentiale auszeichnen können.

B. Aktuelle Marktsituation

Der Markt für außerbörsliche Kapitalbeteiligungen erlebte in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre einen für deutsche Verhältnisse einmaligen Boom.[5] So stiegen die Bruttoinvestitionen von 611,5 Millionen € in 1996 bis auf 4.435,0 Millionen € in 2001 an, was mehr als einer Versiebenfachung entspricht. Nachdem jedoch klar wurde, daß viele Geschäftsmodelle nicht tragfähig sind und die Ergebnisprognosen weit überschätzt worden waren, stellte sich rasch Ernüchterung ein. In den Portfolios der Beteiligungsgesellschaften entstand ein großer Wertberichtigungsbedarf. Die Folge waren nicht nur hohe Abschreibungen, sondern auch unzureichende Renditen und Fondsauflösungen, so daß zahlreiche Gesellschaften wieder vom Markt verschwanden. Mit diesem Prozeß ist der gesamte Beteiligungsmarkt von tiefgreifenden Veränderungen betroffen.

Umfangreiche Early Stage- und Expansionsfinanzierungen wie in den Boomjahren sind in absehbarer Zeit nicht mehr zu erwarten. Eine Verschiebung der

---

der vorangegangenen Periode aufbauen, was autokorrelierte Werte erwarten läßt. Vgl. *Reyes* (1990), S. 23-27.

[3] Vgl. *Chiampou/Kallett* (1989), S. 2 ff.

[4] Vgl. *Huntsman/Hoban* (1980); *Martin/Petty* (1982); *Ruhnka/Young* (1986); *Brophy/Guthner* (1988); *Anson* (2002).

[5] Zur Terminologie Private Equity und Venture Capital vgl. *Leopold/Frommann/Kühr* (2003), S. 3 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Investitionen hin zu Buyout-Finanzierungen zeichnete sich bereits Ende 2001 ab und setzt sich weiter fort. So machten die Buyouts mit 70,7 Prozent den Hauptanteil der Investitionen des Jahres 2003 aus. Für den deutschen Markt ist es daher zunehmend wichtig, fähige und motivierte Managementteams, die das unternehmerische Risiko neuer Geschäftsfelder übernehmen können, zu bilden und zu identifizieren.

Die Branchenschwerpunkte haben sich von Internet, Life Science und Nanotechnologie wieder zu den traditionelleren Branchen verschoben. Es ist jedoch bisher keine dominierende Sparte zu erkennen. Vielmehr ist davon auszugehen, daß in Zukunft Investments eher in weniger risikoreiche, beispielsweise Dachfonds, als in auf eine bestimmte Branche spezialisierte Venture Capital-Fonds erfolgen. Dies macht eine tiefere Analyse und Bewertung der Beteiligungsgesellschaften und ihrer Managementpotentiale umso wichtiger.

Die aktuelle Diskussion über die Eigenkapitalausstattung des Mittelstandes rückt die Beteiligungsfinanzierung verstärkt in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. Eine solide Eigenkapitalausstattung ist im internationalen Wettbewerb und insbesondere durch die Fokussierung der Geschäftsbanken auf die Ratinganforderungen im Zuge von Basel II ein äußerst wichtiger Erfolgsfaktor für kapitalsuchende mittelständische Unternehmen.[6] Der Zugang zu geeigneten Private Equity- und Venture Capital-Investoren stellt für diese aufgrund des äußerst intransparenten und fragmentierten Marktes eine große Herausforderung dar, die durch die Marktkonsolidierung noch verstärkt wurde.

Nach den Umstrukturierungen ist wieder ein positiveres Investitionsklima zu erwarten. Viele Experten sind der Meinung, daß dies ein guter Zeitpunkt für einen Neueinstieg ist, da die Preise nach den Übertreibungen der Boomphase angemessen sind. Auch die Totalverluste stagnieren mittlerweile auf einem hohen Niveau. Im Jahr 2003 betrugen diese 40,2 Prozent. Im Jahr 2002 waren es noch 44,1 Prozent (2001 36,3 Prozent; 2000 18,38 Prozent; 1999 20,9 Prozent).

C. Theoretische Einordnung der Auswahlproblematik

I. Ansätze der Neuen Institutionenökonomik

Die Ausgestaltung von Organisationsstrukturen mittels Verträgen wird im Rahmen der Institutionenökonomik analysiert. Diese besteht heute aus mehreren, methodologisch weitgehend verwandten Ansätzen, die sich gegenseitig ergänzen und aufeinander beziehen. In Abgrenzung zur Neoklassik betont die

[6] Zu den Finanzierungsproblemen des Mittelstandes vgl. u. a. Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

neue Institutionenökonomik, neben den Ausgangspunkten des methodologischen Individualismus und der individuellen Nutzenmaximierung, die begrenzte Rationalität von Akteuren. Diese ist Folge unvollständigen Wissens und der begrenzten Informationsverarbeitungskapazität.[7] Zu den theoretischen Ansätzen der Neuen Institutionenökonomik gehören die Property Rights-Theorie, die Transaktionskostentheorie und die Principal Agent-Theorie. All diese Ansätze wurden aufbauend auf das neoklassische Gedankengut durch leichte Variationen der Annahmen entwickelt.[8] Gemeinsames zentrales Problem dieser Ansätze ist die Relevanz von Institutionen in einer Modellwelt, in der der Tausch mit Reibungsverlusten verbunden ist. Sie konstatieren daher den Neo-Institutionalismus.[9]

Das Hauptanliegen der *Property Rights-Theorie* besteht darin, den Einfluß von sozial anerkannten, auf Konventionen, Tradition, Rechtsnormen oder auf Verträgen beruhenden Verfügungsrechten auf wirtschaftliche Phänomene zu erklären.[10] Die Property Rights-Theorie stellt eine wichtige Grundlage für die Ansätze der Finanzintermediation dar (zum Beispiel Agency-Theorie, asymmetrische Informationsverteilung, Transaktionskostenansatz und Vertragstheorie).[11]

Aufbauend auf die neoklassischen Denkansätze wird anstatt der Annahme vollkommener Informationen unterstellt, daß die Anbahnung, Durchführung und Überwachung von Verträgen Kosten verursacht. Diese Kosten der als Übertragung von Property Rights definierten Transaktion sind Gegenstand der *Transaktionskostentheorie*.[12] Die Transaktionskostentheorie wurde entscheidend von Williamson entwickelt, wobei den Ausgangspunkt die Arbeiten von Coase darstellen. Coase untersuchte, warum in einer Marktwirtschaft Unternehmen existieren, die einen Teil der Transaktionen dem Markt und somit dem Preismechanismus entziehen.[13]

Untersuchungsgegenstand der *Agency-Theorie* sind Anreiz- und Kontrollprobleme, die sich bei der Delegation von Property Rights von einem Principal (Auftraggeber) auf einen Agenten (Auftragnehmer) ergeben. Sie entstehen aufgrund asymmetrisch verteilter Informationen bei Principal und Agenten. Die Agency-Theorie geht davon aus, daß Principal und Agent ihren jeweiligen Nutzen unabhängig voneinander maximieren. Dem in der Regel besser informierten Agenten eröffnen sich so diskretionäre Spielräume für opportunistisches Ver-

---

[7] Vgl. *Picot/Reichwald/Wigand* (2003), S. 44.

[8] Vgl. *Eggertson* (1990), S. 3-32.

[9] Vgl. *Terberger* (1993), S. 23.

[10] Vgl. *Schüller* (1983), S. VIII, sowie *Demsetz* (1967), S. 347 ff. Einen Übersichtsartikel liefern *Furubotn/Pejovich* (1972).

[11] Vgl. *Schefzcyk* (2000), S. 39.

[12] Vgl. *Picot et al.* (2003), S. 49.

[13] Vgl. *Coase* (1937), S. 386 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

halten, da der Principal das Verhalten des Agenten nur schwer und nicht unmittelbar kontrollieren kann.[14]

Eine besonders enge Verflechtung zwischen der Agency-Theorie und dem Konzept der asymmetrischen Informationsverteilung ist im informationsökonomischen Ansatz vorzufinden. So ist eine genaue Abgrenzung beider Konzepte nur schwer möglich. Ursprünglich wurde das Konzept von Akerlof zur Erklärung einer Negativauslese (Adverse Selektion) auf dem Gebrauchtwagenmarkt angewendet.[15] Oftmals wird das Konzept der asymmetrischen Informationsverteilung aber benutzt, um eine Klassifizierung der relevanten Problembereiche von Principal Agent-Beziehungen vorzunehmen beziehungsweise es wird keine strikte Trennung zwischen den Konzepten vorgenommen.[16]

II. Beziehungsebenen einer Beteiligungsfinanzierung

Innerhalb der Beteiligungsfinanzierung können die Kapitalgeber in der Regel davon ausgehen, daß sie schlechter über die Erfolgsaussichten eines bestimmten Portfoliounternehmens informiert sind. Daher werden sie, falls sie bereit sind, finanzielle Mittel einzusetzen, eine höhere Risikoprämie verlangen. Dies führt im Gegenzug dazu, daß das Portfoliounternehmen höhere Kosten der Finanzierung zu tragen hat beziehungsweise im schlimmsten Fall die höheren Kosten nicht tragen kann. Der Kapitalgeber hätte im letzteren Fall die Kosten des Nutzenentganges zu tragen, der entsteht, wenn ein vorteilhaftes Projekt aufgrund der Informationsasymmetrien nicht realisiert wird. Somit wird deutlich, daß für beide Seiten Anreize bestehen, die Informationsasymmetrien abzubauen. Die Informationsbeschaffung verursacht jedoch Kosten, die wie gezeigt die Finanzierung verteuern.[17]

Insbesondere bei der Finanzierung innovativer Investitionen kann ein unterschiedlicher Informationsstand von Kapitalgebern und Kapitalnehmern gravierende Konsequenzen haben. Aufgrund des Neuigkeitscharakters der Investition ist davon auszugehen, daß sich der Unternehmer intensiv mit der Innovation beschäftigt hat, während es der Kapitalgeber schwer hat, diese einzuschätzen. Mögliche Verluste aus einer Fehleinschätzung des Kapitalgebers werden dann in der Regel durch die Verwertung der Vermögensgegenstände des Unternehmers ausgeglichen. Da das zur Durchführung innovativer Investitionen eingesetzte Sachkapital aber sehr häufig ausgesprochen unternehmensspezifisch ist, kann eine Verlustbegrenzung durch die Verwertung von Vermögensgütern

[14] Vgl. *Picot et al.* (2003), S. 55 f.
[15] Vgl. *Akerlof* (1970).
[16] Vgl. *Picot et al.* (2003), S. 56; *Matz* (2002), S. 47 ff.; *Bader* (1996), S. 22 ff.
[17] Vgl. hier und im folgenden *Hartmann-Wendels* (1987), S. 16-30.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kaum erreicht werden. Somit verstärkt sich die Finanzierungsproblematik aufgrund der Informationsasymmetrien. Es bietet sich daher an, die Informationsbeschaffung auf solche Institutionen zu übertragen, die darauf spezialisiert sind, die Erfolgsaussichten innovativer Investitionsvorhaben zu beurteilen. Dies kann durch die Zwischenschaltung einer Beteiligungsgesellschaft als Intermediär erfolgen, wodurch sich eine zusätzliche derivative Principal Agent-Ebene ergibt. Die Beziehungsebenen sind in Abbildung 1 dargestellt.

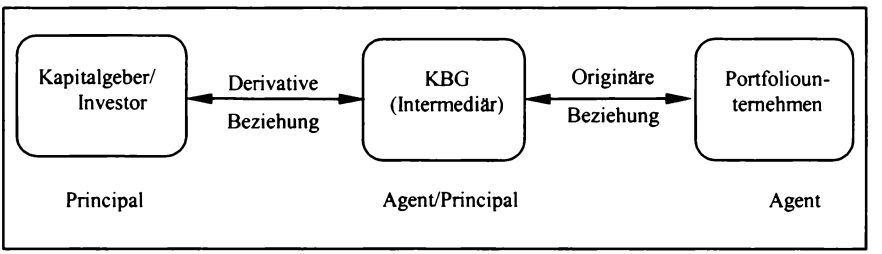


Abbildung 1: Principal Agent-Beziehungsebenen[18]

Die Einschaltung eines Intermediärs ist im Falle der Beteiligungsfinanzierung nur dann effizient, wenn die Transaktionskostenvorteile nicht durch die zusätzlichen Transaktionskosten, die auf der derivativen Principal Agent-Beziehungsebene entstehen, überkompensiert werden. So sind Kapitalbeteiligungsgesellschaften umso eher lebensfähig, je besser sie ihre Spezialisierungsvorteile hinsichtlich der Beurteilung und des Managements innovativer Investitionen nutzen und unternehmensspezifische Risiken durch die Diversifikation voneinander unabhängiger Risiken ausschalten können.[19]

Im Gegensatz dazu ist aber auch vorstellbar, daß die Gesellschaften aufgrund einer bestimmten Spezialisierung bei der Portfoliobildung in der Lage sind, die Transaktionskosten zu senken. Rudolph unterscheidet hierbei zwei Möglichkeiten der Portfoliogestaltung. Gesellschaften, die sich auf die Frühphasenfinanzierung spezialisieren, sollten besonderen Wert auf eine Branchendiversifikation legen. Durch eine mögliche Spezialisierung können die Gesellschaften Effizienzvorteile bei der Organisation des Auswahlprozesses und der Betreuung der Unternehmen realisieren. Sie können so einen Teil der ansonsten diversifizierbaren Risiken vermeiden. Hinsichtlich der Branchenausrichtung liegen die herausragenden Vorteile eher bei einer Spezialisierung, während bei einer Ausrichtung der Gesellschaft nach Phasen eine Diversifizierung vorzuziehen ist. Welche Strategie gewählt wird, um bewußt Spezialisierungs- und Diversifizierungs-

[18] Vgl. *Zemke* (1995), S. 50; *Matz* (2002), S. 46.
[19] Vgl. *Hartmann-Wendels* (1987), S. 28.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

vorteile zu nutzen oder auf- und auszubauen, hängt entscheidend von der Ausrichtung der Gesellschaft ab.[20]

III. Agencyprobleme der Beteiligungsfinanzierung

Für die bei Einschaltung eines Finanzintermediärs relevante derivative Finanzierungsbeziehung gelten grundsätzlich die gleichen Agency-Probleme wie bei der originären Beziehung. Auch hier ist die Finanzierungsbeziehung dadurch gekennzeichnet, daß der Kapitalnehmer (die Kapitalbeteiligungsgesellschaft) für die Leistung des Kapitalgebers (des Investors) eine Gegenleistung zu erbringen hat. Leistung und Gegenleistung erfolgen nicht simultan, weshalb die Transaktion mit einer Unsicherheit behaftet ist. Die Unsicherheit der Gegenleistung ist auf die unterschiedlichsten Faktoren zurückzuführen, die danach unterschieden werden, ob die Kapitalbeteiligungsgesellschaft einen Informationsvorsprung hinsichtlich des Einflußfaktors gegenüber dem Kapitalgeber hat oder nicht.

Tabelle 1

Arten von Verhaltensunsicherheiten

Art der Verhaltensunsicherheit	*Qualitätsunsicherheit*	*Hold up*	*Moral Hazard*
Entstehungsursache	Ist gegeben	Vom Willen der KBG abhängig	Vom Willen der KBG abhängig
Wird interpretiert als:	Qualifikation, Fähigkeiten der KBG	Fairneß gegenüber Kapitalgeber	Anstrengung der KBG
Lösungsmöglichkeiten	durch Offenbarung *Screening/ Signalling/ Selbstwahlschemata* *Reputation*	durch Autorität Vertikale Integration/Eigentumserwerb *Reputation*	durch Anreizsysteme Ergebnisbeteiligung/Strafe *Reputation*

Hat die Kapitalbeteiligungsgesellschaft (KBG) keinen Informationsvorsprung, können äußere Umweltzustände (exogene Risiken) Einfluß auf die Gegenleistung nehmen, wobei für Kapitalgeber und Beteiligungsgesellschaft gleiche Wahrscheinlichkeitsverteilungen zugrunde liegen. Hat die Kapitalbeteiligungsgesellschaft einen Informationsvorsprung, ist die Gegenleistung unsicher, da der Kapitalgeber die Merkmale des Verhaltens der KBG nicht kennt. Hierunter können sowohl Verhaltensmerkmale fallen, die die Gesellschaft willentlich steuert, als auch solche, die sie nicht beeinflussen kann.[21]

---

[20] Vgl. *Rudolph* (2001), S. 510 f.

[21] Vgl. hier und im folgenden *Spremann* (1990), S. 561-586.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Es liegt eine Verhaltensunsicherheit vor, die sich einerseits danach unterscheiden läßt, ob das Verhaltensmerkmal der Gesellschaft feststeht (zum Beispiel Fähigkeit oder Qualität) oder von ihrem Willen abhängt (zum Beispiel Anstrengung, Sorgfalt, Fairneß, Entgegenkommen). Andererseits ist relevant, ob das Verhaltensmerkmal dem Kapitalgeber ex post bekannt wird oder verborgen bleibt. Bei Kombination der relevanten Tatbestände kommt man so zu drei möglichen und ökonomisch relevanten Ausprägungen von Verhaltensunsicherheit.[22] In Tabelle 1 sind die möglichen Ausprägungen der Verhaltensunsicherheit dargestellt und werden im weiteren etwas ausführlicher erläutert.

Qualitätsunsicherheit beschreibt den Fall, in dem der Kapitalgeber unsicher über die Qualifikation der Kapitalbeteiligungsgesellschaft ist. Qualifikation stellt hier ein Verhaltensmerkmal dar, das zum Zeitpunkt der Betrachtung feststeht und ex ante im Verborgenen bleibt. Da der Kapitalgeber das fixe Merkmal der Gesellschaft kurzfristig nicht beeinflussen kann, ist es für ihn sinnvoll, die Situation genauer zu betrachten, solange er noch alternative Entscheidungsmöglichkeiten hat. Das heißt der Kapitalgeber kann noch zwischen mehreren Gesellschaften wählen; wenn die Gesellschaft schon feststeht, noch seine eigene Leistung bemessen (zum Beispiel durch das Aushandeln des Carried Interest, der Hurdle Rates). Oder er ist in der Lage, die Art der entsprechenden Gegenleistung zu ändern, um sie besser auf die Qualifikation der KBG abzustimmen (zum Beispiel durch das Festlegen von Milestones im Zuge des Staging). Im wesentlichen besteht für den Investor also das Problem, aus den vorhandenen Gesellschaften auszuwählen. Der Sachverhalt, daß der Kapitalgeber das Verhalten (die Qualität) der KBG zwar ex ante nicht kennt, aber ex post erfahren kann, läßt sich im konkreten Fall vor allem durch zwei Aspekte erläutern. Erstens sind die Marktteilnehmer sehr heterogen, so daß kaum von einer Gesellschaft auf eine andere geschlossen werden kann. Zweitens sind mögliche Informationskanäle durch zahlreiche zufällige, exogene Störungen negativ beeinflußt.[23]

Im Gegensatz zur Qualitätsunsicherheit, die exogen gegeben ist und vor Vertragsabschluß besteht, treten die folgenden Risiken erst nach Vertragsabschluß auf und werden willentlich mehr oder weniger bewußt ausgeführt. Unterschieden werden diese danach, ob sie der geschädigten Person nach dem Auftreten bekannt werden (Hold up) oder verborgen bleiben (Moral Hazard).

Mit *Hold up* wird eine Situation bezeichnet, in der das gewollte Verhalten eines Individuums deutlich zutage tritt und einem anderen einen Schaden zu-

[22] Der Fall, in dem die Verhaltensmerkmale feststehen und ex post verborgen bleiben, ist ökonomisch weniger bedeutend und wird daher nicht weiter betrachtet.

[23] Vgl. *Spremann* (1990), S. 567. Er führt als weiteren Grund an, daß sich der Kapitalgeber sehr früh entscheiden muß. Dieser Fall soll als Begründung für die Qualitätsunsicherheit eher ausgeschlossen werden, da der Investor für die Auswahl des potentiellen Partners genügend Zeit veranschlagen sollte.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

fügt. Dies kann geschehen, da die Gesellschaft einen gewissen Spielraum bezüglich der Ausgestaltung der Gegenleistung in Qualität und/oder Quantität besitzt. In der Beteiligungsfinanzierung kann dieser Fall zum Beispiel eintreten, wenn das finanzierte Portfoliounternehmen nach Eingehen der Finanzierungsbeziehung die Geschäftspolitik ändert oder die tatsächliche Entwicklung des Portfoliounternehmens verschwiegen wird. Hold up Situationen lassen sich auf die fehlende Möglichkeit des Abschlusses vollständiger Verträge zurückführen.[24] Sie entstehen, wenn der Kapitalgeber gewisse Vorentscheidungen getroffen hat, die für die Gesellschaft „sunk costs" darstellen und deren Rentabilität von dem Verhalten der Gesellschaft abhängig ist. Dies kann geschehen, weil der Kapitalgeber seine irreversiblen Entscheidungen getroffen hat, ohne eine entsprechende Kooperation vereinbart zu haben, und weil es zu Beginn der Zusammenarbeit zu aufwendig gewesen wäre, das Verhalten der Gesellschaft genau festzulegen. Ferner kann die Gesellschaft gewisse Erwartungen geweckt und ein bestimmtes Verhalten in Aussicht gestellt haben, ohne sich juristisch zu binden.

Die Interpretation dieser asymmetrischen Informationsverteilung erfolgt mit Hilfe des Begriffes „Fairneß". Dies verdeutlicht, daß der Kapitalgeber ein gewisses Verhalten von der Kapitalbeteiligungsgesellschaft erwartet. Diese Verhaltensweisen wurden aber nicht explizit vereinbart und stellen daher nur implizite Ansprüche („implicit claims") dar. Die Gesellschaft andererseits kann verschiedene Gründe haben, ihren Verhaltensspielraum auszunutzen: Zum einen aus bewußtem Opportunismus, andererseits völlig unbewußt und letztlich zur Risikoabwälzung, wenn ihr Einkommen von weiteren exogenen Risiken abhängt, die bestimmte Umweltzustände determinieren.

Im Unterschied zur Situation des Hold up ist dem Kapitalgeber beim *Moral Hazard* das Verhalten der Kapitalbeteiligungsgesellschaft noch nicht einmal ex post bekannt. Dies ist der Fall, wenn das Verhalten der Gesellschaft neben ihrem willentlichen Vorgehen auch von exogenen Risiken beeinflußt wird. Der Kapitalgeber kann dann nicht feststellen, ob die Gegenleistung aufgrund einer willentlichen Handlung durch Anstrengung oder aufgrund eines exogenen Einflusses zustande kam, den die Gesellschaft gar nicht beeinträchtigen konnte (zum Beispiel eine negative Marktentwicklung).

[24] Vgl. *Matz* (2002), S. 51.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Lösungsmöglichkeiten für Agencyprobleme

I. Organisierter Markt

Anfängliche Arbeiten auf diesem Gebiet betrachten zunächst die individuelle Entscheidung, die der Kapitalgeber bei unvollständiger Information zu treffen hat, beispielsweise wenn er zwischen mehreren Gesellschaften wählen kann, deren Qualitäten heterogen und zunächst unbekannt sind.[25] Die Ansätze werden insofern weiterentwickelt, als mehrere Kapitalgeber betrachtet werden, die dann in einer Theorie von Märkten münden, auf denen die Nachfrager unsicher über die angebotenen Qualitäten sind.[26]

Der Kapitalgeber muß seine Wahl also unter unvollständiger Information treffen. Er kann versuchen, sich vorher über die Qualität der Gesellschaft zu informieren. Diese Informationsbeschaffung ist aber mit Kosten verbunden. Daher sind die Kosten der Informationsbeschaffung gegen die Nachteile einer Entscheidung unter unvollkommener Information abzuwägen.

Eine Möglichkeit für den Kapitalgeber, dem Dilemma der asymmetrischen Informationsverteilung zu begegnen, besteht darin, zunächst den Anschluß an einen Markt zu suchen. Auf diesem Markt können sich unter Umständen die gewünschten Informationen in der Weise generieren und publik werden, daß die Qualität der Gesellschaft über den Preis für seine Gegenleistung abzulesen ist. Das setzt allerdings voraus, daß ein solcher Markt existiert, die für die Benutzung dieses Marktes entstehenden Transaktionskosten nicht prohibitiv sind und der Markt informationseffizient ist, so daß die Preise hinreichend genau die gehandelten Qualitäten abbilden.

Auf einem informationseffizienten Markt kann jeder einzelne Marktteilnehmer, der über die jeweiligen Qualitäten zunächst uninformiert ist, diese so genau aus den (in der Regel kostenlos beobachtbaren) Preisen ablesen, daß er es wegen der dabei anfallenden Kosten ablehnt, die Qualität eingehender zu prüfen, Gutachter einzuschalten oder auf Garantien zu bestehen.[27] Könnten die zwischen Kapitalgeber und KBG bestehenden Unsicherheiten im Zuge der mikroökonomischen Theorie des Tausches über einen Markt gelöst werden, läge eine pareto-effiziente Allokation vor, was ein „first-best" Design darstellen würde.[28] Kann der Markt andererseits die Informationsfunktion, die an ihn gestellt wird, nicht erfüllen, das heißt ist eine Bewertung der Gegenleistung anhand des durch den Marktmechanismus erzeugten Preises nicht genau möglich, dann könnte es

---

[25] Vgl. *Stigler* (1961); *McCall* (1970); *Salop/Stiglitz* (1977).
[26] Vgl. *Chan/Leland* (1982).
[27] Vgl. *Spremann* (1990), S. 575.
[28] Vgl. *Spremann* (1990), S. 573.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sein, daß die Teilnehmer den Markt verlassen. Da dies zuallererst die „guten" Marktteilnehmer sein dürften, und die „schlechten" am Markt verbleiben, besteht hier das Problem der Adversen Selektion (Negativauslese).[29]

Insbesondere eine Informationseffizienz ist aufgrund der spezifischen Eigenschaften des Beteiligungsmarktes in Deutschland und den Beteiligungsgeschäften eigenen privaten Charakter nicht gegeben. Daher kann es für den Kapitalgeber oder die Kapitalbeteiligungsgesellschaft vorteilhaft sein, ergänzende oder gänzlich andere Formen der Kooperation zu nutzen, um so Agency-Konflikte zu lösen und die Funktionsweise des Marktes zu gewährleisten. Da derartige ergänzende oder alternative Designs durch Prüfungen und Kontrollen knappe Ressourcen verbrauchen, werden sie als „second best" bezeichnet.

II. Alternative Kooperationsdesigns

Auf der originären Principal Agent-Ebene stehen die Kapitalbeteiligungsgesellschaften vor dem Problem, aus einer Vielzahl von Investitionsmöglichkeiten die vermeintlich beste auszuwählen beziehungsweise von einer Investition abzusehen. Das gleiche Problem stellt sich in der Form auch den Investoren auf der derivativen Ebene, die darüber entscheiden müssen, welcher Kapitalbeteiligungsgesellschaft sie ihr Geld anvertrauen. Für den Investor ist dabei nicht unmittelbar ersichtlich, welche Qualität zum Beispiel das Management der Kapitalbeteiligungsgesellschaft besitzt und ob die Betreuung der Beteiligungen in ausreichender Weise erfolgt. Ferner muß der Investor auch hier mit einem opportunistischen Verhalten der Kapitalbeteiligungsgesellschaft rechnen. Da der Kapitalgeber einen Informationsnachteil hat, kann es für die Kapitalbeteiligungsgesellschaft sinnvoll sein, die eigene Qualität zu offenbaren, wenn so eine Zusammenarbeit zustande kommt.[30]

Offenbarung (Qualitätsunsicherheit): Die Offenbarung bewirken einerseits Selbstwahlschemata,[31] andererseits das Signalisieren.[32] Bei einem Selbstwahlschema gestaltet der Kapitalgeber Verträge so, daß er aus der durch die Gesellschaft getroffenen Wahl, deren Qualität ablesen kann. Sie offenbart sich durch die Wahlhandlung.

Das Signalisieren funktioniert ähnlich wie die Selbstwahlschemata. Das Erzeugen des Signals verursacht Kosten, die von den Signalerzeugern nur getragen werden, wenn es dazu geeignet ist, in dem gepoolten Markt die „Guten"

[29] Vgl. *Akerlof* (1970).
[30] Vgl. *Matz* (2002), S. 56.
[31] Vgl. *Arrow* (1986).
[32] Vgl. *Spence* (1973).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

von den „Schlechten" zu trennen. Jeder Marktteilnehmer kann entscheiden, ob er das Signal erzeugen will und somit festlegen, zu welchem Teilmarkt er gehören möchte. Damit dieser Mechanismus funktioniert, ist es notwendig, daß die Signalkosten so mit der Qualität der Anbieter korreliert sind, daß die „Guten" geringere und die „Schlechten" höhere Signalkosten besitzen.[33] Eine Überwindung der Informationsasymmetrien mit Hilfe des Signaling ist aber nur möglich, wenn die Signale geeignet sind, die in Frage stehenden Sachverhalte schlüssig und glaubwürdig zu übermitteln.[34]

Unter realen Bedingungen unvollständiger Märkte ist ein Signaling durchaus sinnvoll, wenn dadurch die Unsicherheit der Kapitalgeber bezüglich zukunftsbezogener Informationen abgebaut werden kann. Für Kapitalgeber stellen Informationen über zukünftige Erfolge und Erfolgspotentialentwicklungen eine Veränderung der Risikoallokationsmöglichkeiten dar, von der Einflüsse auf die Marktbewertung ausgehen können. In der Realität fehlt es aber oftmals an Anreizen, derartige Signale zu setzen.[35]

Auch beim Screening ist wieder das Auswahlproblem angesprochen. Bei der Auswahl einer geeigneten Kapitalbeteiligungsgesellschaft sind die Investoren in großem Umfang auf die Informationen angewiesen, die ihnen zur Verfügung gestellt werden. Somit stellt dieser Sachverhalt wiederum eine Form des Signalisierens dar.[36]

Autorität (Hold up): Die Lösung für den Sachverhalt des Hold up besteht darin, daß sich die Kapitalbeteiligungsgesellschaft dem Kapitalgeber unterordnet. Dadurch entsteht aus der Partnerschaft eine Hierarchie. Damit die Gesellschaft die Weisungen des Investors befolgt, muß dieser über einen angemessenen Sanktionsmechanismus verfügen. Dies könnte ein Pfand in Form einer Sanktion bei vorzeitiger Kündigung darstellen. Eine weitere Lösungsmöglichkeit, wenn im Zuge der Kooperation nicht nur eine Arbeitsleistung sondern auch eine Sache eingebracht werden soll, ist die vertikale Integration. Dies bedeutet, daß sich der Kapitalgeber die Eigentumsrechte im Vorhinein erwirbt, beispielsweise die Kapitalmehrheit an der Beteiligungsgesellschaft.[37]

Anreizsysteme (Moral Hazard): In der beschriebenen Form der asymmetrischen Informationsverteilung, in der der Kapitalgeber das tatsächliche Verhalten auch ex post nicht von externen Einflüssen abgrenzen kann, bleibt ihm als Lösung, die Kapitalbeteiligungsgesellschaft zu motivieren. In der Literatur wird

---

[33] Vgl. *Spremann* (1990), S. 580; *Matz* (2002), S. 56.

[34] Zur Eignung von Signalen *Wilhelm* (1991), S. 182-189; *John/Williams* (1985), S. 31-35; *Copeland/Weston* (1988), S. 502; *Breid* (1995), S. 835 f.

[35] Vgl. *Breid* (1995), S. 836.

[36] Vgl. *Matz* (2002), S. 55.

[37] Vgl. *Spremann* (1990), S. 580 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

hier vor allem die Ergebnisbeteiligung aufgeführt. Neben dieser stellt auch die Strafandrohung eine Form des Anreizes dar, wenn der Kapitalgeber über geeignete Sanktionsmöglichkeiten verfügt. Um Erfolgsschemata mit Strafen anwenden zu können, muß die Gesellschaft den technologischen Zusammenhang zwischen dem Arbeitsinput und dem Produktionsoutput kennen. Sie muß explizit einwilligen, die Strafe gegebenenfalls anzunehmen und weiterhin über eine Wohlstandsposition verfügen, die durch die Strafe bedroht werden kann. Diese Wohlstandsposition wird als Pfand bezeichnet. Eine wichtige Form des Pfandes stellt die Reputation dar.[38]

Tabelle 2

Lösung der Verhaltensunsicherheiten durch Bewertung der KBG

Art der Verhaltensunsicherheit	*Qualitätsunsicherheit*	*Hold up*	*Moral Hazard*
Wird interpretiert als:	Qualifikation, Fähigkeiten der KBG	Fairneß gegenüber Kapitalgeber	Anstrengung der KBG
Lösungsmöglichkeit	durch Offenbarung *Screening/ Signalling/ Selbstwahlschemata Reputation*	durch Autorität Vertikale Integration/Eigentumserwerb *Reputation*	durch Anreizsysteme Ergebnisbeteiligung/Strafe *Reputation*
Lösung durch die Bewertung der KBG	✓	teilweise ✓	teilweise ✓

Im Rahmen einer Beteiligungsfinanzierung stellen sich vertrauensbildende Effekte während der Geschäftsbeziehung also nach Vertragsabschluß ein. In der Praxis wird das benötigte Kapital häufig in mehreren Finanzierungsrunden zur Verfügung gestellt (Staging). Dadurch soll die KBG zu einer zielgerichteten Verwendung des Geldes veranlaßt werden, also der Verhaltensspielraum eingeschränkt werden. Geschieht dies nicht, ist der Kapitalgeber berechtigt, seine Investitionsentscheidung zurückzuziehen. Andererseits ist auch der Kapitalnehmer in der Lage, nach alternativen Kapitalquellen zu suchen.[39] Somit kann das Staging dazu beitragen, die Qualitätsunsicherheiten der Kooperationspartner abzubauen, so daß die Reputation in späteren Finanzierungsrunden auch vor Vertragsabschluß wirken kann. Die Reputation wirkt somit bei allen drei Grundtypen der Verhaltensunsicherheit.[40]

Die Bewertung der Kapitalbeteiligungsgesellschaften bietet eine adäquate Möglichkeit, die Verhaltensunsicherheiten abzubauen. Insbesondere bei Quali-

[38] Vgl. *Spremann* (1988), S. 619.

[39] Vgl. *Pfirrmann/Wupperfeld/Lerner* (1997), S. 39-40; *Sahlmann* (1990), S. 507.

[40] Vgl. *Matz* (2002), S. 59 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tätsunsicherheit vor Vertragsabschluß kann die Bewertung der einzelnen Gesellschaften ein entsprechendes Signal für potentielle Investoren sein, um die Qualität der Gesellschaften besser einzuschätzen. Bei den Verhaltensunsicherheiten nach Vertragsabschluß ist insbesondere die Reputation der einzelnen Gesellschaften angesprochen, die einen wirksamen Sanktionsmechanismus bei opportunistischem Verhalten darstellt und bei fortlaufenden Bewertungen berücksichtigt werden kann. Da die Reputation einen Teilbereich der Bewertung der Gesellschaften darstellt, kann die Eignung zur Überwindung von Asymmetrien auch hier bejaht werden.

Nachdem gezeigt wurde, wie eine Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften zur Überwindung von Informationsasymmetrien beitragen kann, wird im folgenden ein Vorschlag für ein relevantes Bewertungsmodell für deutsche Gesellschaften, welches bereits einigen empirischen Tests unterzogen wurde, vorgestellt.

E. Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften

I. Darstellung des Bewertungsmodells

Mit der Untersuchung von 2003 wurde mittlerweile zum dritten Mal in Folge die Struktur des Beteiligungsmarktes in Deutschland betrachtet. Gleichzeitig wurden wichtige Qualitätsmerkmale der Branche deutlich. Diese sollten bei der Risikoeinschätzung einzelner Kapitalbeteiligungsgesellschaften berücksichtigt werden. Bereits in der Studie von 2002 wurden Qualitätskriterien einzelner Gesellschaften ausführlicher in Hinblick auf ihre Eignung für eine Einzelbewertung diskutiert.

Aufgrund verschiedener analytischer Überlegungen zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren wurde ein Bewertungsgrundmodell entwickelt (Tab. 3). Im angesprochenen Konsolidierungsprozeß des deutschen Marktes zeigte sich, daß die hier verwendeten Erfolgsfaktoren weitgehend relevant sind. Die gewählte Gewichtung soll als Diskussionsgrundlage dienen und der unterschiedlichen Bedeutung der einzelnen Kriterien Rechnung tragen. Dies bedeutet, daß das Bewertungsmodell in Zukunft einer weiteren Verfeinerung unterzogen werden kann.

Die Einschätzung der Gesellschaften wurde nach Expertendiskussion und Plausibilität in drei Bereiche eingeteilt. Die Managementqualität beziehungsweise das Managementpotential geht mit einer Gewichtung von 35 Prozent in die Bewertung ein. Dieses Kriterium setzt sich zusammen aus der Qualifikation des Managements, der Leitungserfahrung und der Einbeziehung externer Berater. Hinter dem Kriterium Qualität des Managements verbirgt sich das Ausbildungsniveau und die Erfahrung der Entscheidungsträger. Unsere Studien zeig-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ten, daß das Vorhandensein eines Universitätsabschlusses als Standard angesehen werden kann. Aus diesem Grunde werden die Gesellschaften, deren Management „nur" eine Berufsausbildung aufweist, mit einem Abschlag versehen. Gesellschaften, die höhere Ausbildungsniveaus angegeben haben, wurden besser bewertet. Die Leitungserfahrung des Managements geht mit den entsprechenden Durchschnittswerten der Angaben in die Bewertung ein. Dabei werden die einzelnen Bereiche, nach denen die Einteilung erfolgte, gleich gewichtet. Die Einbeziehung externer Berater in den Entscheidungs- und Betreuungsprozeß erwies sich nicht als Garantie für eine gute Qualität der Gesellschaft, da die angebotenen Leistungen auch selbst erstellt werden können. Trotzdem wird dies positiv bewertet, da so bestimmte Nachteile in der Ausbildung und Leitungserfahrung ausgeglichen werden können.

Tabelle 3

Gewichtung der Bewertungskriterien des Modells

Kriterium	*Gewichtung (in %)*
Managementqualität/-potential	35
Qualifikation	8,75
Leitungserfahrung	8,75
Einbeziehung ext. Berater in Entscheidungsprozeß	8,75
Einbeziehung ext. Berater in Betreuungsprozeß	8,75
Betreuungsintensität	35
Dauer des Entscheidungsprozesses	7
Betreuungsstunden/Monat	7
Kontakte/Monat	7
Fondsvolumen/MA	7
Unterstützung in unternehmerischen Fragestellungen	7
Reputation/Historie der Gesellschaft	30
Alter	10
Absolute Anzahl Exits	10
Divestments durch Abschreibungen	10

Die Betreuungsintensität geht ebenfalls mit einer Gewichtung von 35 Prozent in das Bewertungsurteil ein. Sie setzt sich zusammen aus den Einzelbeurteilungen der Dauer des Entscheidungsprozesses, der Betreuungsstunden pro Monat, der Kontakte pro Monat, dem Fondsvolumen pro Mitarbeiter und der Unterstützung in unternehmerischen Fragestellungen. Die Betreuung und die Kontakte zu den Portfoliounternehmen werden einhellig als ein wichtiges Kriterium bei der Beurteilung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften angesehen. Zu beachten ist, daß der Betreuungsaufwand mit der Art der Beteiligung variiert, aber die angegebenen Durchschnittswerte durchaus eine Tendenz der Betreuungsqualität ausdrücken. Bei der Unterstützung in unternehmerischen Fragestellungen wurde die Bewertung auf das tatsächliche Angebot der Gesellschaften beschränkt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Reputation/Historie der Gesellschaft geht mit einer Gewichtung von 30 Prozent in das Urteil ein. Das heißt insgesamt ist dieser Aspekt etwas schwächer berücksichtigt. Die einzelnen enthaltenen Kriterien sind aber höher gewichtet. Das Alter ist Ausdruck für die Beständigkeit und das Investorenvertrauen gegenüber der Gesellschaft. Die Angaben zur absoluten Anzahl der Exits wurden ausgewertet, da die Zahlen zu den Volumina in den einzelnen Kanälen lückenhaft waren. Eine hohe Exitanzahl und eine im Verhältnis zu den durchgeführten Exits geringe Zahl an Abschreibungen wurden ebenso positiv bewertet. Die für die Gesellschaften maßgeblichsten Bestimmungsgründe ihrer Reputation, die nachhaltig erzielten Renditen, konnten in der Untersuchung bisher nicht berücksichtigt werden, da die Angaben hierzu nicht ausreichten. Es wird aber davon ausgegangen, daß die anderen ermittelten Daten indirekt die letztlich entscheidende Zielgröße „Rendite" widerspiegeln.

II. Anwendung auf Gesellschaftstypen

Beteiligungsgesellschaften stellen sowohl jungen als auch etablierten mittelständischen Unternehmen, die sich in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung befinden, Risikokapital zur Verfügung. Wesentliches Merkmal dieser Finanzierungsart ist dabei, daß die Portfoliounternehmen über keine ausreichenden Sicherheiten verfügen. Die Beteiligungsgesellschaft stellt bei Bedarf Managementunterstützung, Netzwerke und so weiter zur Verfügung. Es steht von vornherein fest, daß die Beteiligung nach einem kalkulierten Zeithorizont mit einem angemessenen Gewinn zu veräußern ist. Entsprechend der Ausrichtung der Gesellschaften bestehen für das originäre Beteiligungsgeschäft dabei jedoch wesentliche Unterschiede. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, eine Unterteilung in spezifische Gesellschaftsgruppen vorzunehmen. Hierfür werden regelmäßig Differenzierungskriterien – wie die Gesellschafterstruktur („independent", „semicaptive", „captive") oder der Phasenfokus der Gesellschaften (Früh- versus Spätphasenfinanzierer) – herangezogen. Für den deutschen Beteiligungsmarkt ist zunächst eine nachvollziehbare und für die Bewertung sinnvolle Abgrenzung der Marktteilnehmer sinnvoll.

Die ersten Beteiligungsgesellschaften waren Tochtergesellschaften großer Banken. Bald darauf entstanden auf Initiative der Länder die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften. Diese beiden Hauptformen werden durch die Corporate Venture Captital-Gesellschaften und die unabhängigen Fondsgesellschaften ergänzt. Letztere erlangten insbesondere während des Booms Ende der 1990er Jahre große Bedeutung im deutschen Markt. Im Bewertungsmodell wurde daher folgende Unterteilung angewendet:

Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBG): Hierunter sind die nach dem BVK als MBG klassifizierten Gesellschaften zusammengefaßt. Sie betrei-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ben als Kerngeschäft die Bereitstellung von Kapital aus öffentlichen Quellen und verfolgen dabei bestimmte Förderziele (zum Beispiel Mittelstandsförderung).[41]

Tochtergesellschaften von Kreditinstituten und Versicherungen: Tochtergesellschaften von Kreditinstituten und Versicherungen sind als eigene Gruppe klassifiziert, da sie nicht öffentlich gefördert sind. Bei den Investments haben sie den Rückhalt der Muttergesellschaft, sind daher andererseits nicht unabhängig.[42]

Unabhängige Fondsgesellschaften: Den unabhängigen Fondsgesellschaften fehlt der Rückhalt einer großen Muttergesellschaft. Sie verfügen eher über eine breite Eigentümerbasis. Da sie unabhängiges Fundraising betreiben müssen, stehen sie intensiv im Wettbewerb um Kapital.

Corporate Venture Capital (CVC)-Gesellschaften: Diese Gesellschaften, bei denen die Muttergesellschaften Kapital zur Verfügung stellen, verfolgen vor allem strategische Ziele (Sicherung von Absatz- und Beschaffungsmärkten, Zugang zu Technologien sowie Forschungs- und Entwicklungskapazitäten, Flexibilisierung der Organisation). Dabei greifen die Portfoliounternehmen, die in der Regel durch Spin-offs entstehen, über die finanzielle Unterstützung hinaus auf das Know-how der Mutter zurück.

Die mit dem Bewertungsmodell durchgeführte Einschätzung der Gesellschaften zeigt, daß der Beteiligungsmarkt hinsichtlich der Management- und Betreuungsqualität differenziert ist. Sehr große Unterschiede zwischen den einzelnen Gesellschaften erlauben ein Rating nach dem hier vorgestellten Grundmodell. Insbesondere bei den Fondsgesellschaften ist eine starke Differenzierung im Gesamturteil möglich und für Investoren erforderlich. Die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften zeigen dagegen sehr ähnliche Bewertungsergebnisse. Auch die CVC-Gesellschaften und die Tochtergesellschaften der Kreditinstitute und Versicherungen lassen weniger differenzierte Qualitätsstandards erkennen.[43] Die führenden zehn Gesellschaften sind in Tabelle 4 aufgelistet. Dies sind ausschließlich Tochtergesellschaften von Kreditinstituten, unabhängige Fondsgesellschaften und eine CVC-Gesellschaft.

---

[41] In einem weiteren Schritt müßte überlegt werden, ob auch die Gesellschaften, die sich dem UBGG unterwerfen, einen gesonderten Cluster darstellen.

[42] Teilweise ergaben sich aus den Angaben der Gesellschaften Schwierigkeiten bei der Zuordnung zu den einzelnen Gesellschaftsgruppen. Dabei soll nochmals darauf hingewiesen werden, daß versucht wurde, diese Zuordnung so widerspruchsfrei wie möglich vorzunehmen. In der abschließenden Bewertung ist die Vergleichbarkeit auch zwischen den Gesellschaftsgruppen gegeben.

[43] Vgl. *Hummel/Helwing* (2003), S. 44-47; MBG von 25,5 bis 15,2; Tochtergesellschaften der Kreditinstitute und Versicherungen von 42,4 bis 15,8; Fondsgesellschaften von 45,6 bis 28,0 und CVC-Gesellschaften von 42,3 bis 11,8.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 4
Bewertungsergebnisse der führenden Gesellschaften

Name der Gesellschaft	*Bewertungsergebnis*
Wellington Partners Venture Capital GmbH	45,616
Süd Venture Capital GmbH	42,428
Siemens Mobile Acceleration GmbH	42,257
New Media SPARK GmbH	41,388
BLB Equity Management GmbH	40,118
BHF Private Equity	39,328
DZ Equity Partner GmbH	38,883
Vision Chancencapital Gesellschaft der Sparkassen in der Region Bonn/Rhein-Sieg/Ahrweiler mbH & Co.KG	34,746
Dr. Neuhaus Techno Nord VC GmbH	34,734
MAZ level one GmbH	34,242

Klar wurde ebenso ein weiterer Forschungsbedarf bezüglich der Bildung bestimmter Gesellschaftscluster. Nachdem eine derartige Clusterung durch eine fundierte Datenbasis auch statistisch gesichert aufgebaut wurde, ist eine Anpassung des Bewertungsmodells für die einzelnen Cluster zu erwarten. Dazu sind einzelne Segmente weiter zu modifizieren. So ist denkbar, daß bei den unabhängigen Fondsgesellschaften das Bewertungskriterium „Anzahl der Exits" stärker gewichtet wird als zum Beispiel bei den Corporate Venture Capital-Gesellschaften, da die Investoren hier höhere Renditeforderungen stellen. Andererseits spielt die aktive Betreuung bei den Corporate Venture Capital-Gesellschaften eine größere Rolle.[44] Bei den Tochtergesellschaften von Banken und Versicherungen ist in der Regel von sehr viel größeren Investitionsvolumina und somit geringerer Mitarbeiterzahl pro Fondsvolumen auszugehen als bei den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften.[45] Eine entsprechende Modifizierung kann dann auch die strukturellen Besonderheiten des deutschen Beteiligungsmarktes berücksichtigen und die Anwendung des Modells für die einzelnen Cluster zu fundierteren Ergebnissen führen.

[44] Vgl. *Hummel/Helwing* (2003), S. 28. Die aktive Betreuung der Portfoliounternehmen war bei den Corporate Venture Capital-Gesellschaften mit durchschnittlich 34,4 h/Monat je Portfoliounternehmen am höchsten.

[45] Vgl. *Hummel/Helwing* (2003), S. 13. Die Anzahl der Mitarbeiter pro 100 Mio. € Fondsvolumen betrug bei den Tochtergesellschaften der Kreditinstitute und Versicherungen 10,5 MA/100 Mio. € und bei den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften 30,0 MA/100 Mio. €.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

F. Fazit

Bei der Beteiligungsfinanzierung können zwei Beziehungsebenen unterschieden werden. Auf beiden Ebenen treten Principal Agent-Konflikte auf, die in dem Beitrag für die derivative Ebene zwischen dem Investor respektive Kapitalgeber und der Kapitalbeteiligungsgesellschaft als Intermediär analysiert wurden. Die auftretenden Verhaltensunsicherheiten behindern die Finanzierungsbeziehungen und können im schlimmsten Fall zu einem Marktversagen führen.

Zur Lösung der Agency-Konflikte wurden in der Vergangenheit unterschiedlichste Kooperationsformen vorgeschlagen, die durch Offenbarung der Beteiligten, durch die Ausübung von Autorität und durch Anreizsysteme verwirklicht werden können. Auftretende Verhaltensunsicherheiten können durch die Bewertung der Kapitalbeteiligungsgesellschaften überwunden werden. Damit kann die Gesellschaft ihre Qualifikation und Fähigkeiten offenbaren. Sie wird mit Rücksicht auf die eigene Reputation gezwungen, sich Investoren gegenüber fair zu verhalten und bestimmte Anstrengungen zu unternehmen, um die eigene Leistungsfähigkeit und Seriosität glaubhaft zu vermitteln und dauerhaft aufrecht zu erhalten.

Für die Bewertung der Gesellschaften steht ein aufgrund wiederholter empirischer Untersuchungen des deutschen Beteiligungsmarktes entwickeltes Modell zur Diskussion und für erste vorsichtige Anwendungen bereit. Dies ist im weiteren Vorgehen zu modifizieren und anzupassen, um den Besonderheiten und Strukturmerkmalen unterschiedlicher Gesellschaftsgruppen im deutschen Beteiligungsmarkt zu entsprechen.

Literaturverzeichnis

Akerlof, G. A. (1970): The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. „Quarterly Journal of Economics", Jg. 84, S. 488-500.

Anson, M. J. P. (2002): Managed Pricing and the Rule of Conservatism in Private Equity Portfolios. „The Journal of Private Equity", S. 18-30.

Arrow, K. J. (1986): Agency and the Market. In: Handbook of Mathematical Economics. Hrsg. v. K. J. Arrow / M. D. Intriligator. Amsterdam, S. 1183-1195.

Bader, H.-P. (1996): Private Equity als Anlagekategorie. Bern u. a.

Breid, V. (1995): Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungsträgern. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 47, S. 821-854.

Brophy, D. J. / *Guthner*, M. W. (1988): Publicly traded venture capital funds: Implications for institutional „fund of funds" investors. „Journal of Business Venturing", Jg. 3, S. 187-206.

Chan, Y.-S. / *Leland*, H. (1982): Price and Qualities in Markets with Costly Information. „Review of Economic Studies", Jg. XLIX, S. 499-516.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Chiampou, G. F. / *Kallett*, J. J. (1989): Risk/Return Profile of Venture Capital. „Journal of Business Venturing", January, S. 1-10.

Coase, R. H. (1937): The Nature of the Firm. „Economica", Jg. 4, S. 386-405.

Copeland, Th. E. / *Weston*, F. J. (1988): Financial Theory and Corporate Policy. 3. Aufl., Reading, Mass. u. a.

Demsetz, H. (1967): Toward a theory of property rights. „The American Economic Review", Jg. LVII, Nr. 2, S. 347-359.

Eggertson, T. (1990): Economic Behavior and Instituions. Cambridge u. a.

Frommann, H. / *Dahmann*, A. (2003): Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity und Venture Capital. Berlin.

Furubotn, E. / *Pejovich*, S. (1972): Property Rights and Economic Theory. „The Journal of Economic Literature", Jg. 10, S. 1137-1162.

Hartmann-Wendels, Th. (1987): Venture Capital aus finanzierungstheoretischer Sicht. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 39, S. 16-30.

Hummel, D. / *Helwing*, B. (2003): Struktur und Qualitätsmerkmale der Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Deutschland 2003. Potsdam.

Huntsman, B. / *Hoban*, J. P. Jr. (1980): Investment in New Enterprise: Some Empirical Observations on Risk, Return, and Market Structure. „Financial Management", Jg. 9, S. 44-51.

John, K. / *Williams*, J. (1985): Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. „Journal of Finance", Jg. 40, S. 1053-1070.

Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) (Hrsg.) (2003): Unternehmensfinanzierung in schwierigem Fahrwasser – Wachsende Finanzierungsprobleme im Mittelstand. Auswertung der Unternehmensbefragung 2002. Frankfurt am Main.

Leopold, G. / *Frommann*, H. / *Kühr*, Th. (2003): Private Equity – Venture Capital. 2. Aufl., München.

Martin, J. D. / *Petty*, W. J. (1982): An Analysis of the Performance of Publicly Traded Venture Capital Companies. „Journal of Financial and Quantitative Analysis", Jg. 18, S. 401-410.

Matz, Ch. (2002): Wettbewerbsentwicklung im deutschen Private-Equity-Markt: Strategieoptionen für Beteiligungskapital-Gesellschaften. Wiesbaden.

McCall, J. J. (1970): Economics of Information and Job Search. „Quarterly Journal of Economics", S. 113-126.

Pfirrmann, O. / *Wupperfeld*, U. / *Lerner*, J. (1997): Venture Capital and New Technology Based Firms: An US-German Comparison. Heidelberg.

Picot, A. / *Reichwald*, R. / *Wigand*, R. T. (2003): Die grenzenlose Unternehmung. 5. Aufl., Wiesbaden.

Reyes, J. E. (1990): Industry struggling to forge tools for measuring risk. „Venture Capital Journal", September, S. 23-27.

Rudolph, B. (2001): Venture Capital und Private Equity als Finanzierungs- und Anlageinstrument. In: Handbuch Europäischer Kapitalmarkt. Hrsg. v. D. Hummel / R.-E. Breuer. Wiesbaden, S. 501-515.

Ruhnka, J. C. / *Young*, J. E. (1991): Some Hypotheses about Risk in Venture Capital Investing. „Journal of Business Venturing", Jg. 6, Number 1, S. 115-133.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Sahlmann, W. A. (1990): The structure and governance of venture-capital organisations. „Journal of Financial Economics", Jg. 27, S. 473-521.

Salop, S. / *Stiglitz*, J. E. (1977): Bargains and Ripoffs: A Model of Monopolistically Competitive Price Dispersion. „Review of Economic Studies". Jg. XLIV, S. 493-510.

Schefczyk, M. (2000): Finanzieren mit Venture Capital: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler. Stuttgart.

Schüller, A. (1983): Property rights und ökonomische Theorie. München.

Spence, M. (1973): Job Market Signaling. „Quarterly Journal of Economics", S. 355-374.

Spremann, K. (1988): Reputation, Garantie, Information. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 58, H. 5/6, S. 613-629.

– (1990): Asymmetrische Information. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 60, S. 561-586.

Stigler, G. J. (1961): The Economics of Information. „Journal of Political Economy", Jg. 69, S. 213-225.

Terberger, E. (1994): Neo-institutionalistische Ansätze: Entstehung und Wandel, Anspruch und Wirklichkeit. Wiesbaden.

Wilhelm, J. (1991): Spurensuche: Neoklassische Elemente in der „neuen" Finanzierungstheorie. In: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie. Hrsg. v. D. Ordelheide / B. Rudolph / E. Büsselmann. S. 173-196.

Zemke, I. (1995): Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften: Analyse des institutionellen Designs deutscher Venture-Capital-Gesellschaften. Wiesbaden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Dreizehn Korrelationen in Kreditrisikomodellen

Von Stefan Huschens

A. Einführung

Im Vergleich zur Modellierung des Kreditrisikos ist die Modellierung des Marktrisikos im Portfoliozusammenhang relativ einfach. Bei der Marktrisikomodellierung ist das Grundmodell für die simultane Bewegung mehrerer Aktienkurse, Zinssätze, Rohstoffpreise und so weiter das einer mehrdimensionalen geometrischen Brownschen Bewegung, wobei die Abhängigkeit der Komponenten durch eine Korrelationsmatrix ausgedrückt wird, die zugleich auch die Korrelationsmatrix der Log-Renditen ist. Die systematische Weiterentwicklung der Modellierung des Kreditrisikos im Portfoliozusammenhang erfolgte nach dem Jahr 1997, in dem ein besonderer Impuls von den Veröffentlichung der technischen Dokumente zu den Kreditportfoliomodellen CreditMetrics[1] und CreditRisk^{+}[2] ausging. Es zeigte sich bei der Kreditrisikomodellierung früh, daß gegenüber der Marktrisikomodellierung mehrere zusätzliche Schwierigkeiten bestehen, die eine einfache und direkte Übertragung der für die Marktrisikomessung etablierten Verfahren verhinderten. Diese Schwierigkeiten sind in der Diskretheit der Ausfallereignisse und in der insbesondere bei kleinen und mittelständischen Unternehmen und Endkunden schlechten Datenlage begründet. Bei börsennotierten Unternehmen können Aktienkurse beobachtet werden, aus deren gemeinsamer Dynamik näherungsweise auf die Korrelation der Unternehmenswertänderungen im Rahmen von Unternehmenswertmodellen des Merton-Typs geschlossen werden kann. Im Fall beobachtbarer Zinsspannen für Unternehmensanleihen liegt eine weitere Informationsquelle über die Bonität einzelner Unternehmen und über simultane Bonitätsänderungen mehrerer Unternehmen vor, die im Rahmen von Kreditrisikomodellen genutzt werden kann. Beide Informationsquellen fehlen für kleinere Unternehmen und Endkunden. Bei diesen bilden häufig die beobachteten Ausfälle oder, allgemeiner, die Ratingmigrationen die einzige Informationsquelle über die Abhängigkeitsstruktur der Ausfälle.

---

[1] Vgl. *Morgan* (1997).

[2] Vgl. Credit Suisse Financial Products (1997).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bei der Kreditportfoliomodellierung waren zunächst lediglich Ausfallkorrelationen und Assetkorrelationen konzeptionell zu unterscheiden. Diese Unterscheidung warf dadurch eine gewisse Schwierigkeit auf, daß beide Korrelationen völlig unterschiedliche Größenordnungen haben, dennoch aber letztlich dasselbe Phänomen, nämlich das gemeinsame Ausfallverhalten von Kreditnehmern, beschreiben. Eine zweite Hürde bestand darin, daß in Portfoliomodellen auch sehr nahe bei Null liegende positive Korrelationen relevant sind, die teilweise in mehreren Zehnerpotenzen kleiner als die aus Regressionszusammenhängen vertrauten Korrelationen sind.[3]

In den letzten Jahren fand eine erhebliche Ausdifferenzierung der Modellierung im Bereich der portfolioorientierten Kreditrisikomessung statt, die immer neue Konzepte der Abhängigkeitsmessung hervorgebracht hat. Ziel dieses Beitrages ist es, die verschiedenen Korrelationskonzepte zu ordnen und einige wichtige Zusammenhänge, Abhängigkeiten und Identitäten zusammenzustellen.

Der Ausgangspunkt der folgenden Darstellung ist ein Kreditportfolio mit n verschiedenen Kreditnehmern, denen die Ausfallwahrscheinlichkeiten $\pi_1,\ldots,\pi_n$ zugeordnet sind. Jeder Kreditnehmer wird durch eine bernoulliverteilte Zufallsvariable A_i mit der Eigenschaft

$$\mathrm{P}(A_i = 1) = \pi_i = 1 - \mathrm{P}(A_i = 0)$$

charakterisiert, wobei $A_i = 1$ das Ausfallereignis und P das Wahrscheinlichkeitsmaß bezeichnen. Das zentrale Problem in allen Kreditrisikomodellen ist die Charakterisierung der Abhängigkeit der Ausfallereignisse.[4] Im Prinzip müssen dazu die simultanen Ausfallwahrscheinlichkeiten von je zwei, drei und so weiter Kreditnehmern spezifiziert werden. Die Komplexität dieser Aufgabe wird dadurch reduziert, daß geeignete Verteilungs- und Modellannahmen getroffen werden, die garantieren, daß alle simultanen Ausfallwahrscheinlichkeiten von mehr als zwei Kreditnehmern festliegen, sobald die paarweisen Abhängigkeiten spezifiziert sind. Diese paarweisen Abhängigkeiten können auf sehr verschiedene Arten durch Korrelationskoeffizienten gemessen und festgelegt werden. Alle in dieser Arbeit betrachteten Korrelationen sind Produkt-Momenten-Korrelationen. Dabei wird für zwei Zufallsvariablen X und Y mit den Erwartungswerten $\mathrm{E}(X)$ und $\mathrm{E}(Y)$ sowie den endlichen Varianzen $\mathrm{Var}(X)$ und $\mathrm{Var}(Y)$ durch

$$\mathrm{Corr}(X,Y) = \frac{\mathrm{E}(XY) - \mathrm{E}(X)\mathrm{E}(Y)}{\sqrt{\mathrm{Var}(X)\,\mathrm{Var}(Y)}}$$

die Korrelation zwischen diesen Zufallsvariablen definiert und in der Regel mit dem griechischen Buchstaben ρ bezeichnet.

---

[3] Vgl. z. B. *Dietsch/Petey* (2004); *Hamerle/Liebig/Rösch* (2004), *Huschens/Stahl* (2004). Vgl. auch den Beitrag von *Meyer zu Selhausen* in diesem Band.

[4] Vgl. z. B. *Frey/McNeil* (2003) und *Huschens/Locarek-Junge* (2002).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In den folgenden Abschnitten werden dreizehn verschiedene Korrelationen $\rho^{(1)},\ldots, \rho^{(13)}$, die bei der Kreditrisikomodellierung eine Rolle spielen, definiert und einige wichtige Zusammenhänge zwischen diesen angegeben. Diese Korrelationen sind teils Korrelationen, die für jeweils zwei verschiedene Kreditnehmer i und j auf unterschiedliche Art die Abhängigkeit der Ausfallereignisse charakterisieren, und teils Korrelationen zwischen jeweils zwei Risikofaktoren. Der letzte Abschnitt enthält Schlußbemerkungen.

B. Ausfallkorrelationen und Assetkorrelationen

Die erste interessierende Korrelation ist die sogenannte *Ausfallkorrelation*

$$\rho_{ij}^{(1)} := \mathrm{Corr}(A_i, A_j) = \frac{\mathrm{P}(A_i = A_j = 1) - \pi_i \pi_j}{\sqrt{\pi_i(1-\pi_i)\pi_j(1-\pi_j)}}, \quad i \neq j \tag{1}$$

zwischen zwei verschiedenen Kreditnehmern. Diese kann als eine normierte Maßzahl für die simultane Ausfallwahrscheinlichkeit $\mathrm{P}(A_i = A_j = 1)$ von zwei Kreditnehmern i und j aufgefaßt werden.

In vielen Kreditrisikomodellen wird das Ausfallereignis für den i-ten Kreditnehmer dadurch modelliert, daß eine stochastische Bonitätsvariable B_i unter eine bestimmte Schranke s_i fällt, die durch die Verschuldung des Kreditnehmers bestimmt ist. Die Ausfallvariable des i-ten Kreditnehmers ist dann als Indikatorvariable

$$A_i = \mathbf{1}\{B_i < s_i\}$$

definiert, wobei

$$\pi_i = \mathrm{P}(A_i = 1) = \mathrm{P}(B_i < s_i)$$

gilt. Inhaltlich charakterisieren die Bonitätsvariablen in einem Unternehmenswertmodell die Änderung des Wertes der Aktiva (Assetwert eines Unternehmens). Die Korrelation zwischen den Bonitätsvariablen ist die *Bonitäts-* oder *Assetkorrelation*

$$\rho_{ij}^{(2)} := \mathrm{Corr}(B_i, B_j), \quad i \neq j\,. \tag{2}$$

Zwischen den Ausfall- und den Assetkorrelationen besteht ein Zusammenhang, der durch die zweidimensionale Verteilung der Zufallsvariablen B_i und B_j bestimmt ist und der es ermöglicht, die simultane Ausfallwahrscheinlichkeit von zwei Kreditnehmern,

$$\mathrm{P}(A_i = A_j = 1) = \mathrm{P}(B_i < s_i, B_j < s_j),$$

durch die simultane Unterschreitung der beiden Schranken s_i und s_j zu charakterisieren.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Falls, wie in vielen Modellen, unterstellt wird, daß die beiden Zufallsvariablen B_i und B_j bivariat standardnormalverteilt sind, gilt

$$\mathrm{P}(B_i < s_i, B_j < s_j) = \Phi_2\left(s_i, s_j; \rho_{ij}^{(2)}\right)$$

und

$$s_i = \Phi^{-1}(\pi_i), \quad i = 1,\ldots,n.$$

Dabei bezeichnen $\Phi_2(x,y;\rho)$ die Verteilungsfunktion der bivariaten Standardnormalverteilung mit dem Korrelationskoeffizienten ρ und Φ^{-1} die Inverse der Verteilungsfunktion der Standardnormalverteilung. Somit ergibt sich in diesem Fall der zentrale Zusammenhang

$$\rho_{ij}^{(1)} = \frac{\Phi_2\left(\Phi^{-1}(\pi_i), \Phi^{-1}(\pi_j); \rho_{ij}^{(2)}\right) - \pi_i \pi_j}{\sqrt{\pi_i(1-\pi_i)\pi_j(1-\pi_j)}} \tag{3}$$

zwischen den Ausfall- und Assetkorrelationen aus (1) und (2).

Werden die Bonitätsvariablen B_i alternativ nicht als standardnormalverteilt, sondern als verteilt mit spezifizierten stetigen Verteilungsfunktionen

$$F_i(x) := \mathrm{P}(B_i \le x)$$

modelliert,[5] dann besteht ein Standardansatz darin, den Zusammenhang zwischen den Bonitätsvariablen B_i und B_j durch eine Normalcopula, die auch als Gaußsche Copula bezeichnet wird, zu modellieren.[6] Dabei sind die transformierten Zufallsvariablen

$$C_i := \Phi^{-1}(F_i(B_i)) \tag{4}$$

bivariat standardnormalverteilt mit der Korrelation

$$\rho_{ij}^{(3)} := \mathrm{Corr}(C_i, C_j), \quad i \neq j.$$

Die Grundidee bei dieser Form der Modellierung ist, daß die transformierte Zufallsvariable $F_i(B_i)$ gleichverteilt auf dem Einheitsintervall ist und somit C_i standardnormalverteilt ist. Eine Abhängigkeit zwischen den Variablen B_i und B_j kann implizit dadurch modelliert werden, daß für die Variablen C_i und C_j eine gemeinsame bivariate Standardnormalverteilung unterstellt wird. Dieser Ansatz impliziert den zu (3) analogen Zusammenhang

$$\rho_{ij}^{(1)} = \frac{\Phi_2\left(\Phi^{-1}(\pi_i), \Phi^{-1}(\pi_j); \rho_{ij}^{(3)}\right) - \pi_i \pi_j}{\sqrt{\pi_i(1-\pi_i)\pi_j(1-\pi_j)}}$$

[5] Beispielsweise kann F_i im Rahmen von Modellen der logistischen Regression die Verteilungsfunktion einer speziellen logistischen Verteilung sein.

[6] Siehe *Frey/McNeil* (2003), S. 87; *Cherubini/Luciano/Vecchiato* (2004).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zwischen der Ausfallkorrelation $\rho_{ij}^{(1)}$ und der Korrelation $\rho_{ij}^{(3)}$, wobei jetzt allerdings $\rho_{ij}^{(3)}$ nicht die Assetkorrelation, sondern die implizite Korrelation der Normalcopula ist. Der formale Zusammenhang zwischen der Assetkorrelation $\rho_{ij}^{(2)}$ und der impliziten Korrelation $\rho_{ij}^{(3)}$ der Normalcopula ist relativ komplex, da er auf verschiedenen Wegen durch die spezielle Form der Verteilungsfunktionen F_i und F_j bestimmt wird. Es gilt

$$(5)\quad \rho_{ij}^{(2)} = \frac{\int_{-\infty}^{+\infty}\int_{-\infty}^{+\infty} F_i^{-1}(\Phi(x))F_j^{-1}(\Phi(y))\varphi_2\left(x,y;\rho_{ij}^{(3)}\right)dxdy - \mathrm{E}(B_i)\mathrm{E}(B_j)}{\sqrt{\mathrm{Var}(B_i)\mathrm{Var}(B_j)}}$$

mit

$$\mathrm{E}(B_i) = \int_{\infty}^{-\infty} x dF_i(x)$$

und

$$\mathrm{Var}(B_i) = \int_{-\infty}^{\infty} x^2 dF_i(x) - \left(\mathrm{E}(B_i)\right)^2.$$

Dabei bezeichnet $\varphi_2(x,y;\rho)$ die Dichtefunktion der bivariaten Standardnormalverteilung mit der Korrelation ρ.

Bei standardnormalverteilten Bonitätsvariablen gilt $F_i = \Phi$, $C_i = B_i$ und somit

$$\rho_{ij}^{(2)} = \rho_{ij}^{(3)}.$$

C. Intensitätsmodellierung

Bei einer zeitstetigen Modellierung kann die gemeinsame Verteilung der Ausfälle durch die gemeinsame Verteilung stochastischer Ausfallzeiten T_i modelliert werden. Die Korrelation der stochastischen Ausfallzeiten

$$\rho_{ij}^{(4)} := \mathrm{Corr}(T_i, T_j), \quad i \neq j$$

wird manchmal, etwas irreführend, auch als Ausfallkorrelation bezeichnet.

Wenn die Modellierung der gemeinsamen Verteilung der Ausfallzeiten durch eine Normalcopula erfolgt, muß die Korrelation der stochastischen Ausfallzeiten von der Korrelation

$$\rho_{ij}^{(5)} := \mathrm{Corr}(S_i, S_j), \quad i \neq j$$

mit

$$(6)\qquad S_i := \Phi^{-1}(G_i(T_i))$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

unterschieden werden. Dabei bezeichnet

$$G_i(t) := \mathrm{P}(T_i \le t), \quad t \ge 0,$$

die Verteilungsfunktion der stochastischen Ausfallzeit T_i. Die Zufallsvariablen S_i und S_j sind bivariat standardnormalverteilt mit dem Korrelationskoeffizienten $\rho_{ij}^{(5)}$. Zwischen den Korrelationen $\rho_{ij}^{(4)}$ und $\rho_{ij}^{(5)}$ besteht ein zur Gleichung (5) analoger Zusammenhang. Im Spezialfall $G = \Phi$ wäre $S_i = T_i$ und damit auch $\rho_{ij}^{(4)} = \rho_{ij}^{(5)}$. Dieser Fall kann aber ausgeschlossen werden, da für die Verteilungsfunktion G in der Regel $G(0) = 0$ im Unterschied zu $\Phi(0) = 1/2$ gilt. Es muß daher im allgemeinen mit erheblichen Unterschieden zwischen den Korrelationen $\rho_{ij}^{(4)}$ und $\rho_{ij}^{(5)}$ gerechnet werden.

D. Korrelationen im Ein-Faktormodell

Die Modellierung der Korrelation der Bonitätsvariablen erfolgt häufig durch sogenannte Faktormodelle. In einem Ein-Faktormodell der Form

$$B_i = R_i Z + \sqrt{1 - R_i^2}\, V_i \tag{7}$$

mit nichtstochastischen Koeffizienten $0 \le R_i \le 1$, einem gemeinsamen, systematischen Risikofaktor Z und spezifischen Risikofaktoren V_i, wobei alle Risikofaktoren standardnormalverteilt und stochastisch unabhängig sind, gilt für die Assetkorrelationen

$$\rho_{ij}^{(2)} = R_i R_j, \quad i \ne j.$$

Die Korrelation der i-ten Bonitätsvariablen mit dem systematischen Risikofaktor ist durch

$$\rho_{iZ}^{(6)} := \mathrm{Corr}(B_i, Z) = R_i$$

gegeben. Zwischen diesen Korrelationen besteht somit der Zusammenhang

$$\rho_{ij}^{(2)} = \rho_{iZ}^{(6)} \rho_{jZ}^{(6)}, \quad i \ne j.$$

Der durch den systematischen Risikofaktor erklärte Varianzanteil der i-ten Bonitätsvariablen ist

$$\frac{\mathrm{Var}(R_i Z)}{\mathrm{Var}(B_i)} = R_i^2.$$

Dies zeigt, daß R_i^2 wie das Bestimmtheitsmaß (der Determinationskoeffizient) als Anteil der durch den systematischen Risikofaktor erklärten Varianz interpretiert werden kann.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Falls alle Assetkorrelationen identisch sind, wird das Ein-Faktormodell häufig[7] in der Form

$$B_i = \sqrt{\rho} Z + \sqrt{1-\rho} V_i$$

parametrisiert. Es gilt dann

$$\rho_{ij}^{(2)} = \rho, \quad i \neq j .$$

Teilweise findet sich auch[8] eine alternative Parametrisierung in der Form

$$B_i = \rho Z + \sqrt{1-\rho^2} V_i ,$$

wobei dann ρ die Korrelation zwischen B_i und Z bezeichnet, während die Assetkorrelation durch ρ^2 gegeben ist.

E. Stochastische Ausfallwahrscheinlichkeiten

In einem Ein-Faktormodell der Form (7) ist die Ausfallwahrscheinlichkeit, bedingt auf eine Realisation $Z = z$ des systematischen Faktors, durch

$$\pi_i(z) = \mathrm{P}(A_i = 1 \mid Z = z) = \mathrm{P}\left(R_i z + \sqrt{1-R_i^2} V_i \leq s_i \mid Z = z \right)$$

gegeben. Für die stochastische Ausfallwahrscheinlichkeit

$$\tilde{\pi}_i := \pi_i(Z)$$

gilt dann

$$\mathrm{E}(\tilde{\pi}_i) = \pi_i .$$

Die Korrelation von zwei verschiedenen stochastischen Ausfallwahrscheinlichkeiten $\tilde{\pi}_i$ und $\tilde{\pi}_j$ ist

$$\rho_{ij}^{(7)} := \mathrm{Corr}(\tilde{\pi}_i, \tilde{\pi}_j) .$$

Unter sehr allgemeinen Bedingungen ist diese Korrelation mit der Ausfallkorrelation identisch, so daß

$$\rho_{ij}^{(1)} = \rho_{ij}^{(7)} \tag{8}$$

gilt. Diese Gleichheit folgt aus

$$\mathrm{E}(A_i) = \mathrm{E}(\mathrm{E}(A_i \mid Z)) = \mathrm{E}(\mathrm{P}(A_i = 1 \mid Z)) = \mathrm{E}(\tilde{\pi}_i)$$

---

[7] Siehe z. B. *Vasicek* (2002).

[8] Vgl. *Lando* (2004), S. 220. Allerdings ist der Parameter ρ dann nicht die Korrelation zwischen B_i und B_j. Diese Korrelation ist vielmehr durch ρ^2 gegeben. In diesem Punkt irrt *Lando* (2004), S. 220-222.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und

$$\mathrm{E}(A_i A_j) = \mathrm{E}(\mathrm{E}(A_i A_j \mid Z)) = \mathrm{E}(\mathrm{E}(A_i \mid Z)\mathrm{E}(A_j \mid Z)) = \mathrm{E}(\tilde{\pi}_i \tilde{\pi}_j) .$$

Der kritische Punkt in der letzten Formelzeile ist das zweite Gleichheitszeichen, das sich aus der bedingten Unabhängigkeit ergibt. Diese folgt im Rahmen des Modells (7) aus der stochastischen Unabhängigkeit aller Risikofaktoren. Die Herleitung zeigt, daß die Gleichung (8) auch in einer allgemeineren Klasse von sogenannten Bernoullimischungsmodellen[9] gültig ist, solange die Zufallsvariablen A_i und A_j, bedingt auf den systematischen Faktor Z, unabhängig sind.

F. Dynamische Modellierung des gemeinsamen Faktors

Eine dynamische zeitdiskrete Version des Ein-Faktormodells ist

$$B_{ti} = R_i Z_t + \sqrt{1 - R_i^2}\, V_{ti},$$

wobei für den stochastischen Prozeß der $(Z_t)_{t=1,2,\ldots}$ ein stationärer autoregressiver Prozeß der Form

$$Z_t = \rho Z_{t-1} + U_t$$

unterstellt wird. Dabei gilt $0 < \rho < 1$ und alle U_t sind unabhängig und identisch normalverteilt mit $\mathrm{E}(U_t) = 0$ und $\mathrm{Var}(U_t) = 1 - \rho^2$. Der Koeffizient ρ legt die Autokorrelation erster Ordnung des Prozesses der Z_t fest,

$$\rho^{(8)} := \mathrm{Corr}(Z_t, Z_{t-1}) = \rho .$$

Für die Autokorrelationen höherer Ordnung des Prozesses der Z_t gilt

$$\mathrm{Corr}(Z_t, Z_{t-k}) = \rho^k, \quad k = 2,3,\ldots$$

Der Prozeß der Bonitätsvariablen B_{ti} für den i-ten Kreditnehmer ist damit ebenfalls autokorreliert mit dem Autokorrelationskoeffizienten erster Ordnung

$$\rho_{ii}^{(9)} := \mathrm{Corr}(B_{ti}, B_{t-1,i}) .$$

Dies impliziert für den Prozeß der Ausfallvariablen

$$A_{ti} = \mathbf{1}\{B_{ti} < \Phi^{-1}(\pi_i)\}$$

des i-ten Kreditnehmers eine zeitliche Abhängigkeitsstruktur, die durch die Autokorrelationsfunktion

$$\rho_{ii}^{(10)}(k) := \mathrm{Corr}(A_{ti}, A_{t-k,i}), \quad k = 1,2,\ldots$$

näher beschrieben werden kann. Die zeitliche Abhängigkeitsstruktur des systematischen Faktors impliziert aber auch eine zeitliche wechselseitige Abhängig-

[9] Siehe *Frey/McNeil* (2003), S. 67.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

keit zwischen den Bonitäts- und Ausfallvariablen verschiedener Kreditnehmer, die durch Kreuzkorrelationsfunktionen der Art

$$\rho_{ij}^{(11)}(k) := \mathrm{Corr}(B_{ti}, B_{t-k,j}), \quad i \neq j, \quad k = 1,2,\ldots$$

und

$$\rho_{ij}^{(12)}(k) := \mathrm{Corr}(A_{ti}, A_{t-k,j}), \quad i \neq j, \quad k = 1,2,\ldots,$$

näher beschrieben werden können.

G. Korrelationen im allgemeinen Faktormodell

In einem allgemeinen Faktormodell der Form

$$B_i = R_i Z_i + \sqrt{1 - R_i^2}\, V_i$$

mit Koeffizienten $0 \leq R_i \leq 1$, mit mehreren korrelierten Risikofaktoren Z_i und spezifischen Risikofaktoren V_i, wobei die V_i insgesamt unabhängig sind, die V_i und der Vektor der systematischen Risikofaktoren unabhängig sind und alle Zufallsvariablen einer Standardnormalverteilung folgen, gilt für die Korrelation der i-ten Bonitätsvariablen mit dem systematischen Risikofaktor

$$\mathrm{Corr}(B_i, Z_i) = R_i$$

und für die Assetkorrelationen gilt

$$\rho_{ij}^{(2)} = R_i R_j \rho_{ij}^{(13)}, \quad i \neq j$$

mit

$$\rho_{ij}^{(13)} := \mathrm{Corr}(Z_i, Z_j), \quad i \neq j.$$

Diese Korrelationen werden zum Beispiel im Portfoliomanager von KMV[10] durch eine mehrstufige Faktorstruktur modelliert.

Bei einem anderen Ansatz zur Verallgemeinerung des Ein-Faktormodells geht man von m homogenen Segmenten aus, wobei in jedem Segment k alle n_k Kreditnehmer dieselbe Ausfallwahrscheinlichkeit und dieselbe Intra-Segment-Assetkorrelation ρ_k haben.[11] Ein globaler Risikofaktor Z wirkt auf alle Segmente, zusätzlich gibt es segmentspezifische Risikofaktoren Z_k. Die Modellgleichungen sind dann

$$B_{ki} = \sqrt{\rho_k}\, Y_k + \sqrt{1 - \rho_k}\, V_{ki}, \quad k = 1,\ldots,m, \quad i = 1,\ldots,n_k$$

und

[10] Vgl. *Bluhm/Overbeck/Wagner* (2003), S. 44.

[11] Vgl. *Bluhm/Overbeck* (2003), S. 41.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$Y_k = \sqrt{\rho} Z + \sqrt{1-\rho} Z_k, \quad k = 1, \ldots, m .$$

In diesem Modell gilt

$$\operatorname{Corr}(B_{ki}, B_{kj}) = \rho_k, \quad i \neq j, \quad k = 1, \ldots, m$$

und

$$\operatorname{Corr}(B_{ki}, B_{lj}) = \rho \sqrt{\rho_k \rho_l}, \quad k \neq l.$$

Damit wird die Struktur der Inter- und Intra-Segment-Assetkorrelationen durch insgesamt $m + 1$ Parameter festgelegt, während es in einem allgemeinen homogenen m-Segmente-Modell $(m^2 - m)/2$ verschiedene Assetkorrelationen gibt.

H. Schlußbemerkungen

Der oben vorgestellte Zoo der Korrelationen bei der Kreditrisikomodellierung ist bei weitem nicht vollständig.

Ein wichtiger Standard für die Bankwirtschaft wurde durch das 1997 veröffentlichte Kreditportfoliomodell CreditRisk$^+$ gesetzt.[12] In seiner Grundversion wird die Ausfallkorrelation von zwei Kreditnehmern durch die gemeinsame Zugehörigkeit zu Sektoren bestimmt, die durch stochastisch unabhängige Ausfallintensitäten charakterisiert sind.[13] In einer erweiterten Version werden korrelierte Ausfallintensitäten der Sektoren berücksichtigt, so daß sich ein komplexerer Zusammenhang[14] zwischen den Ausfallkorrelationen und den Kovarianzen beziehungsweise Korrelationen dieser Sektorintensitäten ergibt. Bei einer zeitstetigen Einbettung[15] des ursprünglich zeitdiskret formulierten CreditRisk$^+$-Modells wird den Sektoren eine mehrdimensionale geometrische Brownsche Bewegung zugeordnet, deren Korrelationsmatrix dann die Abhängigkeit der Ausfallintensitäten festlegt.

Bei einer Einteilung der Kreditnehmer in R Ratingklassen mit gleicher Ausfallwahrscheinlichkeit für alle Kreditnehmer in einer Ratingklasse werden üblicherweise auch Homogenitätsannahmen für Korrelationen gemacht. Es müssen dann zum Beispiel *Intraklassenkorrelationen* für jeweils zwei verschiedene Kreditnehmer in einer Ratingklasse und *Interklassenkorrelationen* für Kreditnehmer aus verschiedenen Ratingklassen unterschieden werden.

---

[12] Vgl. Credit Suisse Financial Products (1997).

[13] Siehe Formel (2.12) in *Gundlach* (2004).

[14] Siehe Formel (10.1) in *Giese* (2004) und *Reiß* (2004), S. 218.

[15] Siehe *Reiß* (2004), S. 222.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Internal Ratings-Based Approach (IRBA) der aktuellen Basel II Regelung[16] basiert auf dem Konzept der Assetkorrelation[17] in Verbindung mit einem Ein-Faktormodell.[18]

Neben den hier ausschließlich diskutierten sogenannten Produkt-Momenten-Korrelationen spielen insbesondere im Zusammenhang mit der Diskussion der Eigenschaften von Copulas auch *Rangkorrelationen* eine Rolle. Da sich zum Beispiel die Paare von Zufallsvariablen (B_i, C_i) aus (4) jeweils nur durch eine streng monotone Transformation unterscheiden, gehören zu den Paaren (B_i, B_j) und (C_i, C_j) dieselben Rangkorrelationen, trotz unterschiedlicher Verteilungen und unterschiedlicher Produkt-Momenten-Korrelationen. Analoges gilt für die Paare von Zufallsvariablen (S_i, T_i) aus (6).

Die oben diskutierten Faktormodelle können auch zeitstetig modelliert werden. Bei Modellen, in denen der Ausfall durch die Unterschreitung einer Schranke modelliert wird, ist bei der Berechnung der Ausfallkorrelation aus den Parametern der korrelierten Brownschen Bewegungen entscheidend, ob ein Ausfall durch Schrankenunterschreitung zu einem beliebigen Zeitpunkt innerhalb eines Zeitintervalls modelliert wird[19] oder ob nur zum Ende des Zeitintervalls das Schrankenkriterium geprüft wird.[20]

Im Zusammenhang mit der Bewertung von Kreditderivaten wird die Korrelation zwischen einem Intensitätsprozeß, der das Ausfallverhalten beschreibt, und einem Zinsprozeß modelliert.[21] Andere Modelle erweitern das Ausfallschrankenmodell vom Merton-Typ um eine Korrelation mit einem Zinsprozeß.[22]

Literaturverzeichnis

Basel Committee on Banking Supervision (2004): International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework. Basel.

Bingham, N. H. / *Kiesel*, R. (2004): Risk-Neutral Valuation. Pricing and Hedging of Financial Derivatives. 2. Aufl., London et al.

[16] Siehe Basel Committee on Banking Supervision (2004).

[17] Obwohl dort in der Regel einfach nur von „correlation" die Rede ist, z. B. Basel Committee on Banking Supervision (2004), Nr. 272, 273.

[18] Zum Modellhintergrund der Basel II-Regelung siehe *Finger* (2001) oder *Huschens/Vogl* (2002).

[19] Der erste Ansatz entspricht einer Modellierung von *Black/Cox* (1976). Siehe *Schmid* (2004), S. 126-129; *Bingham/Kiesel* (2004), S. 384.

[20] Der zweite Ansatz entspricht der Modellierung durch *Merton* (1974).

[21] Vgl. z. B. *Schmid* (2004), S. 122.

[22] Vgl. z. B. *Lando* (2004), S. 36.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Black, F. / *Cox*, J. C. (1976): Valuing corporate securities: Some effects of bond indenture provisions. „Journal of Finance", Jg. 31, S. 351-367.

Bluhm, Ch. / *Overbeck*, L. (2003): Systematic risk in homogeneous credit portfolios. In: Credit Risk. Measurement, Evaluation and Management. Hrsg. v. G. Bol et al. Heidelberg / New York, S 35-48.

Bluhm, Ch. / *Overbeck*, L. / *Wagner*, Ch. (2003): An Introduction to Credit Risk Modeling. Boca Raton.

Cherubini, U. / *Luciano*, E. / *Vecchiato*, W. (2004): Copula Methods in Finance. Chichester.

Credit Suisse Financial Products (1997): CreditRisk$^+$: A Credit Risk Management Framework. London.

Dietsch, M. / *Petey,* J. (2004): Should SME exposures be treated as retail or corporate exposures? A comparative analysis of default probabilities and asset correlations in French and German SMEs. „Journal of Banking & Finance", Jg. 28, S. 773-778.

Finger, Ch. C. (2001): The one-factor CreditMetrics model in the new Basel Capital Accord. „RiskMetrics Journal", H. 2, S. 1-18.

Frey, R. / *McNeil*, A. J. (2003): Dependent defaults in models of portfolio credit risk. „Journal of Risk", Jg. 6, Nr. 1, S. 59-92.

Giese, G. (2004): Dependent risk factors. In: CreditRisk$^+$ in the Banking Industry. Hrsg. v. M. Gundlach / F. Lehrbass. Berlin et al., S. 153-165.

Gundlach, V. M. (2004): Basics of CreditRisk$^+$. In: CreditRisk$^+$ in the Banking Industry. Hrsg. v. M. Gundlach / F. Lehrbaß. Berlin et al., S. 7-24.

Hamerle, A. / *Liebig*, T. / *Rösch*, D. (2003): Benchmarking asset correlations. „RISK", November, S. 77-81.

Huschens, S. / *Locarek-Junge*, H. (2002): Konzeptionelle und statistische Grundlagen der portfolioorientierten Kreditrisikomessung. Aktualisierte und erweiterte Fassung. In: Kreditrisikomanagement – Kernbereiche, Aufsicht und Entwicklungstendenzen. Hrsg. von A. Oehler. 2. Aufl., Stuttgart, S. 89-114.

Huschens, S. / *Stahl*, G. (2004): A General Framework for IRBA Backtesting. Dresdner Beiträge zu Quantitativen Verfahren 39/04. Dresden.

Huschens, S. / *Vogl*, K. (2002): Kreditrisikomodellierung im IRB-Ansatz von Basel II. In: Kreditrisikomanagement – Kernbereiche, Aufsicht und Entwicklungstendenzen. Hrsg. von A. Oehler. 2. Aufl., Stuttgart, S. 279-295.

Lando, D. (2004): Credit Risk Modeling. Theory and Applications. Princeton und Oxford.

Merton, R. (1974): On the pricing of corporate dept: The risk structure of interest rates. „Journal of Finance", Jg. 29, S. 449-470.

Morgan, J. P. (1997): Credit Metrics – Technical Document. New York.

Reiß, O. (2004): Dependent sectors and an extension to incorporate risk. In: CreditRisk$^+$ in the Banking Industry. Hrsg. v. M. Gundlach / F. Lehrbass. Berlin et al., S. 215-230.

Schmid, B. (2004): Credit Risk Pricing Models. Theory and Practice. 2. Aufl., Berlin et al.

Vasicek, O. (2002): Loan portfolio value. „RISK", Dezember, S. 160-162.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Unternehmensführung mit Finanzkennzahlen

Von Friedrich Janssen

A. Einleitung

Seit dem Beginn der 1990er Jahre wird die wertorientierte Unternehmensführung im deutschsprachigen Wirtschaftsraum in Theorie und Praxis diskutiert. Dabei haben die Interessen der Anteilseigner unter dem Begriff des „Shareholder Value" verstärkt an Bedeutung gewonnen, nicht zuletzt durch das Buch zum Shareholder Value von Rappaport.[1] Um den aktuellen Entwicklungen gerecht zu werden, haben viele Unternehmen ihre Unternehmensführung am Shareholder Value-Gedanken ausgerichtet.[2]

Eine am Shareholder Value orientierte Unternehmensführung steuert mit Hilfe von Finanzkennzahlen, wobei sich keine allgemein anerkannte Kennzahl zur Messung und Darstellung der wertorientierten Unternehmensführung durchgesetzt hat, sondern eine Reihe von Konzepten miteinander konkurrieren.[3] Dies wird auch dadurch verstärkt, daß Beratungsfirmen unterschiedliche Konzepte propagieren. So wird zum Beispiel von Stern Steward & Co der Economic Value Added (EVA) und von der Boston Consulting Group der Cash Flow Return on Investment (CFROI) als Steuerungsgröße vertreten.[4] In der jüngeren Vergangenheit verweist die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG mit der Erfolgsmeßzahl „Earnings less Riskfree Interest Charge (Eric)" auf ein weiterentwickeltes Konzept, das die Managementleistung weitgehend unbeeinflußt durch Schwankungen der allgemeinen Konjunktur und der Branchenentwicklung widerspiegeln soll.[5]

---

[1] Vgl. *Rappaport* (1986).

[2] Vgl. z. B. *Ehrbar* (1999), S. 13; *Ewert/Wagenhofer* (2000), S. 4-7; *Pellens/Hillebrandt/Tomaszewski* (2000); *Pellens/Rockholtz/Stienemann* (1997); *Ruhwedel/Schultze* (1997).

[3] Vgl. *Pfaff/Bärtl* (1999), S. 86.

[4] Vgl. z. B. *Ballwieser* (2000), S. 160 f.

[5] Vgl. *o. V.* (2004). Zur theoretischen Darstellung des Steuerungskonzepts ‚Eric' vgl. *Velthuis* (2004, 2004a). Die in der FAZ zitierte Studie befindet sich noch in der Erstellung. Aufgrund der nicht verfügbaren Praxisanwendung wird das Steuerungskonzept ‚Eric' im weiteren nicht berücksichtigt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Gemeinsame Grundidee wertorientierter Finanzkennzahlen ist, daß Shareholder einen Anspruch auf angemessene Verzinsung des von ihnen eingesetzten Kapitals haben, wobei sich die Höhe der Verzinsung aus einer alternativen Anlagemöglichkeit am Kapitalmarkt ergibt. Dabei wird zusätzlicher Wert für die Anteilseigner immer dann geschaffen, wenn das Management mit dem ihm überlassenen Kapital mehr als die Kapitalkosten erwirtschaftet und somit einen zusätzlichen Wertbeitrag schafft. Werden die Kapitalkosten nicht erwirtschaftet, würden die Eigenkapitalgeber ihr Kapital in eine bessere Alternative investieren. Insofern ist die Maximierung des Shareholder Value ein sinnvolles Unternehmensziel, da dies zu einer effizienten Ressourcenallokation beiträgt.[6]

Zahlreiche Unternehmen haben wertorientierte Steuerungskonzepte in modifizierter Form übernommen. So ist zu beobachten, daß firmenspezifische Varianten des EVA- oder CFROI-Konzepts zum Einsatz kommen. Dies ist häufig verbunden mit einer vereinfachten Ableitung der in die wertorientierten Finanzkennzahlen eingehenden Werte aus der externen Rechnungslegung. Indes hat sich Rappaport in seinen grundlegenden Überlegungen zum Shareholder Value deutlich gegen die Nutzung bilanzieller Werte für eine wertorientierte Unternehmenssteuerung ausgesprochen. Gegenstand der nachfolgenden Untersuchung ist das EVA-Konzept beziehungsweise das damit unmittelbar zusammenhängende ROCE-Konzept und das CFROI-Konzept beziehungsweise das damit zusammenhängende Cash Value Added-Konzept (CVA). Einerseits wird untersucht, welche Auswirkungen sich auf die Finanzkennzahlen ergeben, wenn die eingehenden Daten aus dem externen Rechnungswesen zu ermitteln sind. In diesem Zusammenhang wird auch auf Aspekte eingegangen, die sich ergeben, wenn die externe Rechnungslegung von HGB-Normen auf internationale Normen, wie die IFRS oder US-GAAP, umgestellt wird. Andererseits werden mögliche Auswirkungen analysiert, die sich ergeben können, wenn die Konzepte für Entscheidungen über Finanzinvestitionen eingesetzt werden.

B. Die ausgewählten Konzepte im Überblick

I. Das EVA-Konzept

Bei dem von Stern Steward & Co entwickeltem Economic Value Added (EVA) handelt es sich um einen Residualgewinn, bei dem von einem modifizierten Ergebnis vor Zinsen und nach Steuern, dem Net Operating Profit after Taxes (NOPAT), kalkulatorische Kapitalkosten abgezogen werden. Die Kapitalkosten ergeben sich durch Multiplikation des Nettobetriebsvermögens (Capi-

[6] Vgl. z. B. *Pfaff/Bärtl* (1999), S. 87.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tal) mit dem durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz,[7] dem Weighted Average Cost of Capital (WACC):[8]

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC$$

Aus der vorstehenden Formel werden die drei wesentlichen Werthebel deutlich, die durch Managemententscheidungen den EVA und somit den Shareholder Value steigern können. Im NOPAT spiegeln sich operative Entscheidungen wider, wie die Preispolitik oder die Ausnutzung von Kostensenkungspotentialen. Investitionsentscheidungen und die Steuerung des Working Capitals wirken auf das Capital. Der WACC bildet schließlich die Finanzierungsentscheidungen, wie die Optimierung der Kapitalstruktur oder welche Finanzierungsquellen beziehungsweise Finanzierungsinstrumente genutzt werden, ab.[9]

Eine Vermögensrendite, als Stewart's R[10] bezeichnet, erhält man durch Division des NOPAT durch das Capital:[11]

$$R = \frac{NOPAT}{Capital}$$

Ist die Vermögensrendite (R) größer als die Kapitalkosten (WACC), so wird ein positiver Spread erzielt, der zeigt, daß das Unternehmen in der Lage ist, mehr als nur die Kapitalkosten zu verdienen.[12]

Der Economic Value Added kann dann auch wie folgt berechnet werden:

$$EVA = (R - WACC) \cdot Capital$$

Eine Vermögensrendite wird in der Praxis häufig in Verbindung mit einem Value Added-Konzept angewendet. In dieser Kombination kann eine prozentuale Zielerreichung (Vermögensrendite) und eine absolute Zielerreichung (Economic Value Added) vom Unternehmen kommuniziert werden.

Die Qualität der Ermittlung der in die Berechnung des EVA einfließenden Daten hat hohe Bedeutung. Die beiden Größen NOPAT und Capital werden mit Hilfe von Korrekturrechnungen aus dem externen Rechnungswesen abgeleitet.

---

[7] Bei der Ermittlung der Kapitalkosten ist die steuerliche Abzugsfähigkeit (Tax Shield) der Fremdkapitalzinsen zu berücksichtigen. Vgl. z. B. *Crasselt/Schremper* (2000), S. 815; *Pfaff/Bärtl* (1999), S. 90.

[8] Vgl. *Behringer/Ottersbach* (2001), S. 97-107; *Böcking/Nowak* (1999), S. 282 f.; *Crasselt/Schremper* (2000), S. 813; *Lorson* (1999), S. 1334.

[9] Vgl. *Crasselt/Schremper* (2000), S. 813; *Hostettler* (1995), S. 308 f.

[10] Stewart's R wird in der Praxis teilweise als ROCE-Konzept bezeichnet, das bei E.ON oder RWE eine Ergebnisgröße vor Zinsen und vor Steuern auf das eingesetzte Kapital bezieht. Vgl. E.ON AG (2003), S. 55 f; RWE AG (2003), S. 179.

[11] Vgl. *Behringer/Ottersbach* (2001), S. 100; *Böcking/Nowak* (1999), S. 283.

[12] Vgl. *Behringer/Ottersbach* (2001), S. 101; *Böcking/Nowak* (1999), S. 283.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In diesem Zusammenhang wird von einer Transformation vom Accounting Model zum Economic Model, also anteilseignerorientierten Größen, gesprochen. Diese Transformation soll über vier Schritte erfolgen, nämlich der Operating Conversion, der Funding Conversion, der Tax Conversion sowie der Shareholder Conversion.[13]

Bei der Operating Conversion werden der NOPAT und das Capital um alle nicht-operativen Ertrags-, Aufwands- und Vermögensposten bereinigt. Dazu gehören zum Beispiel Finanzerträge und Finanzaufwendungen, Restrukturierungsaufwendungen, nicht-operative Erträge und außergewöhnliche Aufwendungen sowie nicht-operativ notwendiges Vermögen.[14]

Im Rahmen der Funding Conversion sind sämtliche Finanzierungsmittel zu erfassen. Dazu sind insbesondere neben den offen ausgewiesenen Finanzierungsformen auch versteckte Finanzierungsarten, wie zum Beispiel geleastes Vermögen, dem Capital hinzuzurechnen. Die auf der Kapitalseite korrigierten Posten sind auch im NOPAT entsprechend zu berücksichtigen.[15]

Bei der Tax Conversion ist die tatsächliche steuerliche Belastung des operativen Gewinns zu ermitteln. Dabei wird von einer fiktiven hundertprozentigen Eigenfinanzierung ausgegangen, da die Steuerabzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen im Kapitalkostensatz berücksichtigt wird.[16]

Die letzte Stufe der Transformation, die Shareholder Conversion, ist wertmäßig häufig die bedeutendste Transformation. Bei dieser Transformation erfolgt eine Umwandlung der gläubigerorientierten Bilanzierung zu einer risikoorientierten Erfassung im Economic Model. Dabei werden sogenannte Equity Equivalents aktiviert, die Nutzenpotentiale darstellen aber im Jahresabschluß aufgrund von entgegenstehenden Vorschriften oder aufgrund der Ausübung von Wahlrechten nicht aktiviert werden. Die Aktivierung dieser Posten hat eine Erhöhung des Eigenkapitals zur Folge. Zu den Equity Equivalents zählen zum Beispiel stille Reserven durch eine LIFO-Bewertung von Vorräten, Forschungs- und Entwicklungsausgaben und kumulierte Goodwillabschreibungen oder erfolgsneutral verrechneter Goodwill. Somit sind auch immaterielle Vermögensgegenstände in die Kapitalbasis einzubeziehen.[17]

Inwieweit diese Anforderungen an die Qualität der Ermittlung der in die EVA-Berechnung einfließenden Werte in der Praxis erfüllt werden, wird in Abschnitt C. intensiver betrachtet.

---

[13] Vgl. *Behringer/Ottersbach* (2001), S. 99 f.; *Böcking/Nowak* (1999), S. 283 f.; *Hostettler* (1995), S. 309-311.

[14] Vgl. *Hostettler* (1995), S. 311.

[15] Vgl. *Hostettler* (1995), S. 311.

[16] Vgl. *Hostettler* (1995), S. 311.

[17] Vgl. *Hostettler* (1995), S. 311.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

II. Das Cash Flow Return on Investment-Konzept

Das Konzept des CFROI wird als Wertsteigerungskonzept von der Beratungsfirma Boston Consulting Group vertreten. Der CFROI zeigt die realisierte Gesamtkapitalrendite einer Periode auf das von den Kapitalgebern investierte Vermögen. Somit basiert der CFROI auf einer internen Zinsfußberechnung, in der ein Unternehmen wie ein Investitionsprojekt betrachtet wird.[18] Die Formel zur Berechnung des CFROI lautet wie folgt:[19]

$$CFROI = \frac{BCF - \ddot{O}A}{BIB}$$

Die Werte werden ebenfalls aus dem externen Rechnungswesen abgeleitet.[20] Der Brutto-Cash-Flow (BCF) ist ein betrieblicher Cash Flow vor Abzug der Zinsauszahlungen und nach Steuerzahlungen.[21]

Die Bruttoinvestitionsbasis (BIB) wird als Summe der Vermögenswerte mit ihren Bruttowerten bewertet, also den Restbuchwerten zuzüglich der kumulierten Abschreibungen. Somit zeigt die BIB das Kapital, das von den Kapitalgebern ursprünglich zur Verfügung gestellt wurde. Zusätzlich sind alle betrieblich genutzten Vermögensgegenstände unabhängig von ihrer Finanzierungsform, also auch geleaste und gemietete Vermögensgegenstände, zu erfassen. Weiterhin ist eine Inflationsanpassung der BIB vorzunehmen, um reale Größen zu erhalten. Die restlichen, nicht abschreibbaren Aktiva sind mit ihren Buchwerten anzusetzen. Diese Summe stellt über die Nutzungsdauer die Grundlage für den Mindestverzinsungsanspruch dar.[22]

Der BCF ist um einen Betrag zu vermindern, der für Ersatzinvestitionen zur Verfügung stehen soll. Dieser Betrag ist so zu ermitteln, daß er einer konstanten Zahlung entspricht, die in jeder Periode zurückgelegt werden muß, damit unter Berücksichtigung von Zinseffekten am Ende der Nutzungsdauer wieder die ursprüngliche Investitionsauszahlung bereitsteht. Mit dieser Vorgehensweise wird das wiederzugewinnende Kapital gleichmäßig auf die Perioden verteilt. Dieser Betrag wird als ökonomische Abschreibung (ÖA) bezeichnet und kann durch Multiplikation der BIB abzüglich des Restwertes mit dem Rückwärtsverteilungsfaktor (RVF) für einen Zinsfuß in Höhe des WACC und der Nutzungsdauer des abschreibbaren Anlagevermögens ermittelt werden. Der Restwert am Ende der Nutzungsdauer wird als Differenz der nicht abschreibbaren Aktiva (An-

---

[18] Vgl. *Ballwieser* (2000), S. 164; *Hachmeister* (1997), S. 557; *Lewis/Lehmann* (1992), S. 9.

[19] Vgl. z. B. *Crasselt/Schremper* (2001), S. 279.

[20] Vgl. *Ballwieser* (2000), S. 164 ; *Lorson* (1999), S. 1335.

[21] Vgl. *Crasselt/Schremper* (2001), S. 280; *Lorson* (1999), S. 1335.

[22] Vgl. *Crasselt/Schremper* (2001), S. 280; *Lorson* (1999), S. 1335.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lage- und Umlaufvermögen) und den unverzinslichen Verbindlichkeiten bestimmt.[23]

$$\text{ÖA} = (\text{BIB} - \text{Restwert}) \cdot \text{RVF}$$

Da die BIB als Gesamtkapitalgröße und der BCF vor Abzug von Zinsauszahlungen definiert sind, ist der CFROI mit dem gewichteten Mittel als Eigen- und Fremdkapitalkostensatz (WACC) zu vergleichen. Ist der CFROI größer als die Kapitalkosten, so wird ein positiver Wertbeitrag erzielt, im anderen Fall wird entsprechend ein negativer Wertbeitrag erzielt. Der Wertbeitrag kann auch als absolute Größe ermittelt werden. Er wird dann als Cash Value Added (CVA) bezeichnet:[24]

$$\text{CVA} = (\text{CFROI} - \text{WACC}) \cdot \text{BIB}$$

Der Cash Value Added zeigt den in der betrachteten Periode geschaffenen zusätzlichen Wert als absoluten Betrag.

C. Exemplarische Problemfelder der Finanzkennzahlen in der Praxis

I. Akzeptanz und Anwendung der wertorientierten Kennzahlen in der Praxis

In deutschen Großunternehmen hat sich die Zielsetzung der wertorientierten Unternehmensführung weitgehend durchgesetzt.[25] So ergab eine Untersuchung der Arbeitsgruppe „Value Reporting" im Arbeitskreis Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft, daß weiterhin eine zunehmende Berichterstattung über wertorientierte Steuerungskonzepte in den Geschäftsberichten der DAX-Unternehmen zu beobachten ist. Dabei berichtet die überwiegende Anzahl der Unternehmen über die Anwendung eines EVA- beziehungsweise ROCE-Konzepts und nur ein geringer Anteil über die Anwendung eines auf dem CFROI-Konzept basierenden Steuerungskonzepts.[26]

Bei dem Einsatz der wertorientierten Steuerungsgrößen sind aus Sicht der Praxis verschiedene Nebenbedingungen zu berücksichtigen. So wird regelmäßig gefordert, daß die in die Berechnung einfließenden Größen einfach zu ermitteln sein müssen, um die Komplexität der Steuerungskonzepte gering zu halten.[27]

---

[23] Vgl. *Crasselt/Schremper* (2001), S. 280 f.; *Crasselt/Pellens/Schremper* (2000), S. 205 f.

[24] Vgl. *Crasselt/Pellens/Schremper* (2000), S. 206.

[25] Vgl. *Ehrbar* (1999), S. 13; *Pellens/Tomaszewski/Weber* (2000), S. 1825.

[26] Vgl. *Ruhwedel/Schultze* (2002), S. 620 f.

[27] Vgl. *Neubürger* (2000), S. 188.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Auch soll keine separate Buchführung für die Ermittlung und Fortschreibung der notwendigen Daten eingeführt werden müssen.[28] Somit werden die in die Berechnung einfließenden Daten in der Praxis in enger Anlehnung an die Buchwerte aus den veröffentlichten Daten der externen Rechnungslegung gewonnen. Durch den Rückgriff auf bekannte und durch den Wirtschaftsprüfer testierte Zahlen wird die interne und externe Akzeptanz der Ergebnisse aus den wertorientierten Steuerungskonzepten erhöht.[29]

Das EVA-Konzept beziehungsweise das damit in engem Zusammenhang stehende ROCE-Konzept baut unmittelbar auf Daten aus dem externen Rechnungswesen auf. So veröffentlichen zum Beispiel die E.ON AG und die RWE AG in ihren Geschäftsberichten die Berechnungsschemata für die Werte, die in das jeweilige Steuerungskonzept einfließen. Beide Konzerne nutzen ein kombiniertes Wertsteuerungskonzept, bei dem sowohl ein relativer Wertbeitrag, basierend auf dem Vergleich einer ROCE-Größe mit den Kapitalkosten, und ein absoluter Wertbeitrag, basierend auf einer dem EVA-Konzept ähnlichen Vorgehensweise, ermittelt wird. Bei der Darstellung der Berechnung der in die Steuerungskonzepte eingehenden Größen wird die unmittelbare Nähe zu den veröffentlichten Zahlen des externen Rechnungswesens deutlich.[30] Somit sind die veröffentlichten relativen Wertbeiträge und absoluten Wertbeiträge sowohl für den externen Adressaten des Geschäftsberichts, als auch für die Mitarbeiter des Konzerns beziehungsweise der verschiedenen Geschäftsfelder plausibel und nachvollziehbar. Dies ermöglicht die grundsätzliche Identifikation mit den Steuerungskonzepten und den Nachvollzug entsprechender Managemententscheidungen.

Von den DAX-Unternehmen wenden nur wenige ein auf dem CFROI-Konzept basierendes Steuerungskonzept an. Beispielsweise kommt bei der Bayer AG ein CFROI-Konzept in Verbindung mit einem später ergänzten CVA-Konzept zum Einsatz.[31] Das CFROI-Konzept wurde um das CVA-Konzept ergänzt, da sich als problematisch erwies, daß die ermittelte Renditekennzahl aufgrund von Intransparenzen in der Berechnung eine mangelnde Akzeptanz, insbesondere beim Management des Unternehmens erfuhr. Im Unternehmen bestanden Zweifel, daß der CFROI die Hebel der Wertschaffung angemessen abbilde.[32] Die weniger enge Verzahnung zu den veröffentlichten Zahlen des externen Rechnungswesens kann auch daran erkannt werden, daß die Bayer AG die Herleitung der in das Steuerungskonzept einfließenden Größen, anders als zum Beispiel die E.ON AG und die RWE AG, nicht ausführlich in ihrem Geschäfts-

[28] Vgl. *Börsig* (2000), S. 167.
[29] Vgl. *Börsig* (2000), S. 168; *Neubürger* (2000), S. 188.
[30] Vgl. E.ON AG (2003), S. 55 f.; RWE AG (2003), S. 40 f. u. 179.
[31] Vgl. Bayer AG (2003), S. 20 f.
[32] Vgl. *Hermann/Xhonneux/Groth* (1999), S. 400.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bericht darstellt. Man beschränkt sich im wesentlichen auf eine verbale Beschreibung des Steuerungskonzepts sowie auf eine Darstellung und kurze Erläuterung der ermittelten Werte.[33]

Auf dem EVA-Konzept basierende Steuerungskonzepte dürften in der Praxis eine stärkere Verbreitung als auf dem CFROI-Konzept basierende Steuerungskonzepte gefunden haben, da die Ermittlung beziehungsweise Ableitung aus den ohnehin veröffentlichten Daten des externen Rechnungswesens erfolgt und diese Steuerungskonzepte auch vergleichsweise einfach in die externe Berichterstattung einzubinden sind. So wird auch eine unmittelbare Identifikation der Manager mit den von den Anteilseignern gesehenen Erfolgen, wie Jahresüberschuß und daraus gezahlte Dividende, geschaffen. Auf mögliche Probleme, die sich bei Anwendung der Steuerungskonzepte in der Praxis ergeben, soll im folgenden anhand von zwei exemplarischen Fällen eingegangen werden.

II. Umstellung der externen Rechnungslegung auf internationale Normen

In den vergangenen Jahren hat eine Vielzahl von Unternehmen ihre externe Rechnungslegung bereits von der traditionellen HGB-Bilanzierung auf eine Bilanzierung entsprechend den Regelungen der IAS/IFRS oder der US-GAAP freiwillig umgestellt. Dieser Trend wird sich künftig verstärkt in Richtung IAS/IFRS fortsetzen, da börsennotierte Unternehmen ab dem 01.01.2005 beziehungsweise 01.01.2007 verpflichtet sind, nach diesen Normen ihre Abschlüsse zu erstellen.

Da die Eingangswerte eines EVA- beziehungsweise ROCE-Konzepts auf den Daten des externen Rechnungswesens basieren, sollen mögliche Verwerfungen im Zeitablauf bei der Beurteilung eines Unternehmens beispielhaft anhand des Sachanlagevermögens gezeigt werden. Die Umstellung der Rechnungslegung von den HGB-Regelungen hin zu internationalen Regelungen, wie IAS/IFRS oder US-GAAP, kann bei der Beurteilung zu entsprechenden Verzerrungen führen. Dies soll an folgendem Beispiel veranschaulicht werden. Das Unternehmen tätigt eine Investition in Sachanlagen, die zu Anschaffungs- beziehungsweise Herstellungskosten von 2.000 GE führt. Die Nutzungsdauer der Anlage beträgt 10 Jahre. Das Unternehmen würde ohne die Investition ein Ergebnis vor Zinsen und Steuern (Earnings before Interest and Taxes = EBIT) von konstant 800 GE erwarten und das Capital ohne die Investition beträgt konstant 8.000 GE während des Betrachtungszeitraums. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization = EBITDA) der Investition beträgt konstant 400 GE für die 10 Jahre. Die Abschreibungen erfolgen im HGB-Abschluß (HGB) zunächst nach der degressiven

[33] Vgl. Bayer AG (2003), S. 20 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Abschreibungsmethode mit einem Übergang auf die lineare Abschreibungsmethode, sobald diese zu höheren Abschreibungswerten führt. Im internationalen Abschluß (INT) erfolgt die Abschreibung linear über 10 Jahre.[34]

Tabelle 1

Auswirkungen der Abschreibungen auf den Wertbeitrag

Jahr	20X1	20X2	20X3	20X4	20X5
$EBIT_{vor\ Investition}$ (in GE)	800	800	800	800	800
$EBITDA_{aus\ Investition}$ (in GE)	400	400	400	400	400
$Abschreibung_{HGB}$	400	320	256	205	164
$EBIT_{HGB}$ (in GE)	800	880	944	995	1.036
$Abschreibung_{INT}$	200	200	200	200	200
$EBIT_{INT}$ (in GE)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
$Capital_{vor\ Investition}$ (in GE)	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
$Capital_{HGB}$ (in GE)	10.000	9.600	9.280	9.024	8.819
$Capital_{INT}$ (in GE)	10.000	9.800	9.600	9.400	9.200
$ROCE_{vor\ Investition}$	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
$ROCE_{HGB}$	8,0%	9,2%	10,2%	11,0%	11,7%
$ROCE_{INT}$	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%	10,9%
WACC = 10 %	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
rel. $Wertbeitrag_{HGB}$ in %-Punkten	-2,0%	-0,8%	0,2%	1,0%	1,7%
rel. $Wertbeitrag_{INT}$ in %-Punkten	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,9%

Jahr	20X6	20X7	20X8	20X9	20X0
$EBIT_{vor\ Investition}$ (in GE)	800	800	800	800	800
$EBITDA_{aus\ Investition}$ (in GE)	400	400	400	400	400
$Abschreibung_{HGB}$	131	131	131	131	131
$EBIT_{HGB}$ (in GE)	1.069	1.069	1.069	1.069	1.069
$Abschreibung_{INT}$	200	200	200	200	200
$EBIT_{INT}$ (in GE)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
$Capital_{vor\ Investition}$ (in GE)	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
$Capital_{HGB}$ (in GE)	8.655	8.524	8.393	8.262	8.131
$Capital_{INT}$ (in GE)	9.000	8.800	8.600	8.400	8.200
$ROCE_{vor\ Investition}$	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
$ROCE_{HGB}$	12,3%	12,5%	12,7%	12,9%	13,1%
$ROCE_{INT}$	11,1%	11,4%	11,6%	11,9%	12,2%
WACC = 10 %	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
rel. $Wertbeitrag_{HGB}$ in %-Punkten	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%
rel. $Wertbeitrag_{INT}$ in %-Punkten	1,1%	1,4%	1,6%	1,9%	2,2%

[34] Das Capital wird immer mit dem Stichtagswert zu Beginn einer Periode verwendet. Es erfolgt also keine Durchschnittsbildung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Tabelle 1 zeigt die deutlich unterschiedliche Entwicklung der Abschreibungen[35] und somit auch des gebundenen Vermögens (Capital) zu Beginn der jeweiligen Periode. Das $EBIT_{HGB}$ ist in den ersten vier Perioden geringer als das $EBIT_{INT}$, da die degressiven Abschreibungen im HGB-Abschluß die linearen Abschreibungen im internationalen Abschluß übersteigen. Das Capital ist im HGB-Abschluß aufgrund der anfangs höheren Abschreibungen in sämtlichen Perioden geringer als im internationalen Abschluß. Das nach dem HGB-Abschluß beurteilte Unternehmen beziehungsweise seine Manager werden aufgrund der Abschreibungsmethode in den ersten drei Perioden schlechter beurteilt als bei einer Bilanzierung nach internationalen Normen. Dies kehrt sich ab der vierten Periode um, ab der das international bilanzierende Unternehmen beziehungsweise seine Manager schlechter beurteilt werden, obgleich es sich um eine identische Investition handelt.

Bei einer Umstellung der Rechnungslegung bei dem Unternehmen im Zeitablauf von den HGB-Regelungen auf internationale Regelungen sind die bisherigen Abschreibungen so anzupassen, als ob schon von Anfang an nach der internationalen Regelung abgeschrieben wurde. Erfolgt die Umstellung der Rechnungslegungsnorm beispielsweise im Jahr 20X6, so würde der sich ergebende $ROCE_{INT}$ auf 11,1 Prozent einstellen, anstelle eines $ROCE_{HGB}$ von 12,3 Prozent. Das beurteilte Unternehmen beziehungsweise seine Manager würden aufgrund der Umstellung der Rechnungslegung um 1,2 Prozentpunkte schlechter beurteilt als ohne Umstellung. Dies ist darauf zurückzuführen, da der Teil der Abschreibungen, die im HGB-Abschluß bereits mehr als im internationalen Abschluß verrechnet wurden, ein zweites Mal „verdient" werden müssen und diese somit ein zweites Mal das EBIT vermindern, welches der Berechnung des ROCE zugrunde liegt. Auch würde das Unternehmen beziehungsweise seine Manager in den letzten Jahren nicht mit so hohen ROCE-Werten „belohnt" werden, wie dies bei einer Fortführung der HGB-Rechnungslegung der Fall gewesen wäre. In das Steuerungskonzept fließen zudem während des Betrachtungszeitraums insgesamt mehr Abschreibungen ein, als für die Sachanlage bezahlt wurde. In beiden Rechnungslegungssystemen werden die Werte für das EBIT und das Capital unmittelbar ohne Korrekturen aus der Bilanz abgeleitet. Somit sind die aus der externen Rechnungslegung abgeleiteten wertorientierten Steuerungsgrößen häufig durch Bilanzierungsnormen beeinflußt oder durch bilanzpolitische Maßnahmen – die teilweise zudem steuerlich motiviert sind, wie die in die Handelsbilanz zu übernehmende steuerlich anerkannte degressive Abschreibung – verzerrt.

Unabhängig von der angewandten Bilanzierungsnorm steigt der ROCE im Zeitablauf kontinuierlich an. Dies ist in beiden Fällen auf das durch Abschrei-

[35] Vgl. auch die Untersuchung zur Wirkung unterschiedlicher Abschreibungsmethoden auf den EVA von *Baldenius/Fuhrmann/Reichelstein* (1999), S. 55-60.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bungen verminderte Capital zurückzuführen. Somit wird für das Unternehmen oder seine Manager eine kontinuierlich sich verbessernde Leistungsfähigkeit ausgewiesen, ohne daß eine bessere Leistung des Unternehmens oder seiner Manager tatsächlich erbracht wird. Bei Reinvestitionen wiederholt sich der Effekt auf die Rendite reihe. Dabei sinkt der ROCE zunächst und steigt dann im Zeitablauf durch die verminderte Capital-Größe wieder an. Dies führt insgesamt zu der Tendenz, daß Unternehmen mit einem alten und weitgehend abgeschriebenen Anlagenbestand zu vorteilhaft beurteilt werden, während Unternehmen mit Neuinvestitionen in der Beurteilung benachteiligt werden. Weitere Verzerrungen können sich ergeben, wenn im HGB-Abschluß die Herstellungskosten mit ihrer Bewertungsuntergrenze angesetzt werden oder im internationalen Abschluß zusätzlich Fremdkapitalzinsen in die Herstellungskosten einbezogen werden. Insbesondere durch eine Bewertung selbsterstellter Sachanlagen mit der Untergrenze ihrer Herstellungskosten kommt es im ersten Jahr zu einer erheblichen Belastung des EBIT und in den Folgejahre zu einer entsprechenden Entlastung des EBIT bei einem ebenfalls geringeren Capital und somit zu zum Teil deutlich höheren ROCE-Werten, ohne daß eine Änderung der Leistungsfähigkeit des Unternehmens vorliegt.

Fraglich ist, ob die zuvor gezeigten Probleme bei Anwendung des ROCE- beziehungsweise EVA-Konzepts bei einer wertorientierten Unternehmenssteuerung mit dem CFROI-Konzept nicht auftreten. Die Umstellung der Rechnungslegung bei identischer Ausgangsgröße der Anschaffungs- beziehungsweise Herstellungskosten hat auf den CFROI keine Auswirkungen, da die Verteilung der Abschreibungen auf die jährliche Höhe des BCF keinen Einfluß hat.[36] Auch verändert sich die BIB aufgrund der Abschreibungen der Maschine nicht, da in den Perioden der Nutzungsdauer der Maschine immer die historischen Anschaffungs- beziehungsweise Herstellungskosten angesetzt werden. Somit können sich aufgrund unterschiedlicher Abschreibungen bei verschiedenen Rechnungslegungssystemen keine Verzerrungen des CFROI ergeben.

Aufgrund der Berücksichtigung von Cash-Flow-Größen im Zähler (BCF) und einer um getätigte Abschreibungen bereinigten Nennergröße (BIB) ist der CFROI weniger anfällig für bilanzpolitische Maßnahmen beziehungsweise Änderungen in der Rechnungslegung, da solche Maßnahmen keinen Einfluß auf die Höhe des BCF haben. Fraglich ist, ob sich aufgrund bestimmter Wertansätze in der Bilanz außerhalb des planmäßig abzuschreibenden Anlagevermögens wegen der bilanzorientierten Ermittlung der BIB Verzerrungen des CFROI ergeben können. Dies wird im nachfolgenden Abschnitt betrachtet.

[36] Die ÖA ist unabhängig von der bilanziellen Abschreibung und kann daher bei der Betrachtung unberücksichtigt bleiben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Berücksichtigung börsennotierter Minderheiten

Unternehmen halten teilweise Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen, die im Konzernabschluß weder nach der Voll-, Quoten- oder Equitymethode einbezogen werden. In diesem Fall sind die Anteile als Beteiligung innerhalb des Finanzanlagevermögens auszuweisen, sofern keine Veräußerungsabsicht besteht. In einem HGB-Abschluß sind diese börsennotierten Anteile mit ihren ursprünglichen Anschaffungskosten zu bewerten, sofern der Börsenkurs nicht dauerhaft unterhalb der historischen Anschaffungskosten liegt (§ 253 Abs. 2 Satz 3 in Verbindung mit § 279 Abs. 1 Satz 2 HGB). Erfolgt die Bilanzierung hingegen nach internationalen Normen, also zum Beispiel nach den Regelungen der US-GAAP, so erfolgt die Behandlung der börsennotierten Anteile gemäß SFAS 115. Demnach sind die börsennotierten Anteile als Available-for-Sale zu klassifizieren und mit ihrem Börsenkurs (Fair Value) zu bewerten. Die unrealisierten Gewinne sind erfolgsneutral in einem gesonderten Eigenkapitalposten zu erfassen. Vorübergehende Wertminderungen sind ebenfalls innerhalb dieses gesonderten Postens zu erfassen. Handelt es sich hingegen um eine voraussichtlich dauernde Wertminderung unterhalb der historischen Anschaffungskosten, so wird diese ergebniswirksam über die Gewinn- und Verlustrechnung erfaßt. Bei einem Verkauf der Wertpapiere ist der Eigenkapitalposten erfolgswirksam aufzulösen. Erst zu diesem Zeitpunkt werden sämtliche Wertsteigerungen oder vorübergehende Wertminderungen erfolgswirksam.[37]

Im folgenden sollen börsennotierte Anteile an einem Unternehmen betrachtet werden, die sich seit ihrem Erwerb ausschließlich im Wert erhöht haben und bisher nicht veräußert wurden. Die historischen Anschaffungskosten zu Beginn des Jahres 20X1 betrugen 1.000 GE, die jährliche Dividendenzahlung beträgt 100 GE.[38] Der Börsenwert der Anteile beträgt zu Beginn des Jahres 20X2 2.000 GE und zu Beginn des Jahres 20X3 3.000 GE. Bilanziert das Unternehmen nach den Regelungen des HGB, so stehen die Anteile während des gesamten Betrachtungszeitraums mit ihren historischen Anschaffungskosten von 1.000 GE in den Büchern. Die steten Werterhöhungen finden keine Berücksichtigung in den Büchern. In der Gewinn- und Verlustrechnung werden die jährlich gezahlten Dividendenerträge in Höhe von 100 GE erfaßt. Der ROCE würde in diesem Fall 10 Prozent (EBIT = 100 GE / Capital = 1.000 GE) an allen drei Stichtagen betragen. Auf den CFROI hätte die Wertsteigerung ebenfalls keinen Einfluß. Dieser würde ebenfalls an allen drei Stichtagen 10 Prozent (BCF = 100 GE / BIB = 1.000 GE) betragen.

---

[37] Vgl. *Pellens* (2001), S. 184-190. Zur Behandlung nach IAS vgl. *Pellens* (2001), S. 462-464.

[38] Annahmen: Dividendenzahlungen sind steuerfrei und fließen dem Unternehmen zu 100 % zu.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bei einer Bilanzierung entsprechend der Regelungen der US-GAAP würden in allen drei Jahren die Dividendenerträge in Höhe von 100 GE dem Unternehmen zufließen und das EBIT beziehungsweise den BCF entsprechend erhöhen. Die Kurserhöhungen sind hingegen im Bilanzansatz bei den Anteilen zu berücksichtigen, allerdings ohne Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung beziehungsweise die Kapitalflußrechnung. Somit erhöht sich im ROCE-Konzept das Capital von Stichtag zu Stichtag,[39] und der ausgewiesene ROCE[40] vermindert sich entsprechend von 10 Prozent (EBIT = 100 GE / Capital = 1.000 GE) auf 5 Prozent (EBIT = 100 GE / Capital = 2.000 GE) im zweiten Jahr und auf 3,3 Prozent (EBIT = 100 GE / Capital = 3.000 GE) im dritten Jahr. Obwohl der Wert der Anteile stetig steigt, was einen privaten Anleger uneingeschränkt erfreuen würde, sinkt der ROCE ebenso stetig. Dies ist auf die ungleiche Behandlung der in den Zähler und Nenner eingehenden Größen zurückzuführen. Die Capital-Größe erhöht sich durch die Ermittlung über Bilanzwerte, während in der EBIT-Größe diese Wertänderung im Zeitablauf nicht einfließt, da die Gewinne nicht realisiert werden. Andererseits würden temporäre Kursverluste oberhalb der historischen Anschaffungskosten zu einer Erhöhung des ROCE-Wertes führen, obgleich keine verbesserte Managementleistung vorliegt. So würde sich der ROCE im dritten Jahr bei einem Kursrückgang auf 1.500 GE zu Beginn des Jahres auf 6,7 Prozent erhöhen (EBIT = 100 GE / Capital = 1.500 GE), gegenüber einem ROCE von 5 Prozent im zweiten Jahr.

Die Wirkung auf den CFROI ist abhängig davon, ob die BIB zum jeweiligen Stichtag aus der Bilanz ermittelt wird oder die ursprünglichen Anschaffungsauszahlungen herangezogen werden. Im ersten Fall würde sich der CFROI identisch mit dem ROCE entwickeln, im zweiten Fall würde sich ein, vergleichbar mit der HGB-Bilanzierung, konstanter CFROI ergeben. Der CFROI ist dem ROCE- beziehungsweise EVA-Konzept in diesem Fall – anders als bei den neutralisierten Wirkungen der Abschreibungen – nicht grundsätzlich überlegen, da die BIB in der Praxis häufig aus den aktuellen Bilanzwerten sowie dem Anlagenspiegel vereinfacht hergeleitet wird und keine gesonderte Nebenrechnung für die Fortführung von Stichtag zu Stichtag erfolgt.

Die EBIT-Größe beziehungsweise BCF-Größe wird erst bei einem Verkauf der Anteile verändert. Dann werden die gesamten Wertsteigerungen in einer Periode erfaßt, und es kommt zu starken Verzerrungen der ausgewiesenen ROCE- oder CFROI-Werte, obwohl dieser hohe Wertbeitrag, also die Kurssteigerung, regelmäßig nicht nur in der einen Periode erwirtschaftet wurde.

---

[39] Das Capital wird zum Stichtagswert herangezogen, eine Durchschnittsbildung unterbleibt.

[40] Das EBIT des Jahres wird durch das Capital zu Beginn des Jahres dividiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Auswirkungen der Konzepte auf Finanzinvestitionen

Im folgenden wird abschließend untersucht, welchen Einfluß im Unternehmen eingesetzte ROCE- oder CFROI-Konzepte auf Entscheidungen über Finanzinvestitionen haben können. Zur Beurteilung der möglichen Vorteilhaftigkeit einer Investition ist im allgemeinen der zu zahlende Preis zu vergleichen mit dem Barwert der in der Zukunft erwarteten Rückflüsse. Die Ermittlung des Barwerts der erwarteten Rückflüsse bei einem Unternehmen erfolgt regelmäßig mit Hilfe einer Unternehmensbewertung, bei der ein Unternehmenswert ermittelt wird. Dieser wird meist mit Hilfe der Ertragswertmethode oder der DCF-Methode ermittelt. Ist der zu zahlende Preis geringer als der ermittelte Unternehmenswert, so gilt die Investition als vorteilhaft und sollte getätigt werden, da diese den Wert und damit den Shareholder Value des kaufenden Unternehmens erhöht. Die Möglichkeit, den Unternehmenswert über die Diskontierung der künftigen EVA's oder CVA's zu ermitteln, wird in der Praxis regelmäßig nicht angewendet.[41] Somit werden die zur Steuerung des Unternehmens eingesetzten Verfahren nicht zur Bewertung von zu kaufenden Unternehmen und somit zur originären Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Finanzinvestitionen herangezogen.

Wenngleich die wertorientierten Steuerungskonzepte nicht zur Ermittlung des Unternehmenswertes herangezogen werden, so hat die getätigte Investition in den nachfolgenden Perioden dennoch Einfluß auf die Höhe der ROCE- beziehungsweise CFROI-Werte. Daher wird in der Praxis teilweise die Nebenbedingung gestellt, daß eine Finanzinvestition nach einer bestimmten Anzahl von Perioden die entsprechenden Kapitalkosten bei einer jahresbezogenen Betrachtungsweise erwirtschaften muß. So kann der Fall eintreten, daß der Kauf eines Unternehmens nicht erfolgt, obwohl der zu zahlende Kaufpreis geringer als der ermittelte Unternehmenswert ist, da bei einer periodenbezogenen Betrachtung in den Anfangsperioden nicht entsprechend hohe ROCE- oder CFROI-Werte erwirtschaftet werden. Dies ist dann der Fall, wenn sich der Unternehmenswert aus verhältnismäßig hohen Werten in den späteren Betrachtungsperioden und einem sehr hohen Terminal Value zusammensetzt. So kann, obschon der Kaufpreis geringer als der ermittelte Unternehmenswert ist, der Kauf des Unternehmens aufgrund der Nebenbedingung unterbleiben, da bei dieser Nebenbedingung nicht das Risiko einer Investition eingegangen werden soll, die einen zu großen Teil der Rückflüsse erst in späten Perioden ermöglicht. Insofern wird kurzfristiges Denken und Handeln in Unternehmen gefördert, was langfristig – auch für den Shareholder – nicht immer nur von Vorteil sein muß.

[41] Zur Ermittlung des Unternehmenswerts mit Hilfe des EVA-Konzepts vgl. *Hostettler* (1995), S. 311 f. Zur Ermittlung des Unternehmenswerts mit Hilfe des CFROI-Konzepts vgl. *Lorson* (1999), S. 1335.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

E. Fazit

Die hier – in einer Auswahl – vorgestellten wertorientierten Steuerungskonzepte, die auf Finanzdaten beruhen, erfreuen sich großer Beliebtheit bei deutschen Unternehmen. Ihre Herleitung erfolgt überwiegend aus Größen des externen Rechnungswesens, die den Führungskräften und dem interessierten Shareholder bekannt sind. Dies gilt insbesondere für auf dem EVA-Konzept basierende von der Praxis angewandte Steuerungskonzepte, die in der Praxis regelmäßig unmittelbar auf Daten des externen Rechnungswesens aufbauen.

Aufgrund der unveränderten Übernahme der Werte aus dem externen Rechnungswesen fließen Änderungen in der veröffentlichten Zahlenwelt aufgrund Änderungen in den Rechnungslegungsnormen oder bilanzpolitisch motivierter Sachverhaltsgestaltung in die Steuerungskonzepte ein und können somit deren Aussage verzerren. Dies wurde im vorstehenden Text anhand der Abschreibungspolitik bei der Bewertung des Sachanlagevermögens sowie der Umstellung der Rechnungslegung auf internationale Normen gezeigt. Zusätzlich wurden die Verwerfungen in den Steuerungskennzahlen bei einer erfolgsneutralen Fair Value-Bilanzierung des Finanzanlagevermögens analysiert.

Des weiteren wurde dargestellt, daß die angewandten Steuerungskonzepte als Nebenbedingung bei der Investitionsentscheidung berücksichtigt werden, und zwar in der Form, daß die potentielle Finanzinvestition einen die Kapitalkosten übersteigenden ROCE nach einer bestimmten Anzahl von Perioden erfüllen muß. So würden allerdings Finanzinvestitionen, die einen großen Teil des Returns in späteren Perioden haben, systematisch kritisch beurteilt werden, und Wachstumschancen würden nicht genutzt werden können.

Insgesamt wurde festgestellt, daß eine ausschließliche Orientierung an den auf Werten des externen Rechnungswesens beruhenden Ergebnissen der zur Steuerung des Unternehmens eingesetzten Finanzkennzahlen zu Fehlbeurteilungen führen und damit auch die Gefahr der Fehlsteuerung beinhalten kann.

Literaturverzeichnis

Baldenius, T. / *Fuhrmann,* G. / *Reichelstein,* S. (1999): Zurück zu EVA. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", S. 53-65.

Ballwieser, W. (2000): Wertorientierte Unternehmensführung: Grundlagen. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 52, S. 160-166.

Bayer AG (2003): Geschäftsbericht.

Behringer, S. / *Ottersbach,* J. H. (2001): Wertorientierte Unternehmensführung mit dem Economic Value Added (EVA). „Steuerberater", S. 98-107.

Böcking, H.-J. / *Nowak,* K. (1999): Das Konzept des Economic Value Added. „Finanz Betrieb", S. 281-288.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Börsig, C. (2000): Wertorientierte Unternehmensführung bei RWE. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 52, S. 167-175.

Crasselt, N. / *Schremper,* R. (2000): Economic Value Added. „Die Betriebswirtschaft", Jg. 60, S. 813-816.

– (2001): Cash Flow Return on Investment und Cash Value Added. „Die Betriebswirtschaft", Jg. 61, S. 279-282.

Crasselt, N. / *Pellens,* B. / *Schremper,* R. (2000): Konvergenz wertorientierter Erfolgskennzahlen (II). „Das Wirtschaftsstudium", S. 205-208.

Ehrbar, A. (1999): Economic value added: EVA, Der Schlüssel zur wertsteigernden Unternehmensführung. Wiesbaden.

E.ON AG (2003): Geschäftsbericht.

Ewert, R. / *Wagenhofer,* A. (2000): Rechnungslegung und Kennzahlen für das wertorientierte Management. In: Wertorientiertes Management, Konzepte zur Umsetzung der Unternehmenswertsteigerung. Hrsg. v. A. Wagenhofer / G. Hrebicek. Stuttgart, S. 3-64.

Hachmeister, D. (1997): Der Cash Flow Return on Investment als Erfolgsgröße einer wertorientierten Unternehmensführung. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 49, S. 556-579.

Hermann, H.-E. / *Xhonneux,* P. / *Groth,* S. (1999): Integriertes Wertmanagement bei der Bayer AG. „Controlling", S. 399-406.

Hostettler, S. (1995): Economic Value Added als neues Führungsinstrument, Einsatzmöglichkeiten des EVA-Konzepts aus der Sicht des Verwaltungsrates. „Der Schweizer Treuhänder", S. 307-315.

Lewis, T. G. / *Lehmann,* S. (1992): Überlegene Investitionsentscheidungen durch CFROI. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", S. 1-13.

Lorson, P. (1999): Shareholder Value-Ansätze, Zweck, Konzepte und Entwicklungstendenzen. „Der Betrieb", Jg. 52, S. 1329-1339.

Neubürger, H.-J. (2000): Wertorientierte Unternehmensführung bei Siemens. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 52, S. 188-196.

o. V. (2004): Eric senkt die Erfolgsschwelle, Die KPMG stellt ein neues Modell wertorientierter Leistungsmessung vor. „Frankfurter Allgemeine Zeitung" vom 6.7.2004.

Pellens, B. (2001): Internationale Rechnungslegung. 4. Aufl., Stuttgart.

Pellens, B. / *Hillebrandt,* F. / *Tomaszewski,* C. (2000): Value Reporting – Eine empirische Analyse der DAX-Unternehmen. In: Wertorientiertes Management, Konzepte zur Umsetzung der Unternehmenswertsteigerung. Hrsg. v. A. Wagenhofer / G. Hrebicek. Stuttgart, S. 177-207.

Pellens, B. / *Tomaszewski,* C. / *Weber,* N. (2000): Wertorientierte Unternehmensführung in Deutschland – Eine empirische Untersuchung der DAX 100-Unternehmen. „Der Betrieb", Jg. 53, S. 1825-1833.

Pfaff, D. / *Bärtl,* O. (1999): Wertorientierte Unternehmensführung – Ein kritischer Vergleich ausgewählter Konzepte. In: Rechnungswesen und Kapitalmarkt, Sonderheft 41/99 der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. Hrsg. v. G. Gebahrdt / B. Pellens. Düsseldorf und Frankfurt a. M., S. 85-115.

Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value. New York u. a.

Rewe AG (2003): Geschäftsbericht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ruhwedel, F. / *Schultze,* W. (2002): Value Reporting: Theoretische Konzeption und Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 54, S. 602-632.

Velthuis, L. J. (2004): Entwurf eines integrierten Value Based Management-Konzepts auf Basis des Residualgewinns. In: Wertorientierte Unternehmenssteuerung. Hrsg. v. R. Gillenkirch u. a., Berlin u. a., S. 295-324.

– (2004a): Value Based Management auf Basis von ERIC. In: Working Paper Series Finance & Accounting No. 127, Universität Frankfurt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Managementansatz Deppes als konzeptionelle Basis einer zielgerichteten Unternehmensführung in Kreditinstituten

Von Jan Körnert

A. Einleitung

Eine zielgerichtete Führung von Unternehmen setzt den Einsatz geeigneter Konzepte zur Steuerung unternehmerischer Aktivitäten voraus. Mit dem umfassenden Entwurf eines system- und leistungsflußorientierten Geschäftsmodells für Kreditinstitute setzte Hans-Dieter Deppe einen Markstein in der Entwicklung von Managementkonzepten für Kreditinstitute. Deppe publizierte sein in den 1960er Jahren entworfenes und später verfeinertes Konzept in seiner Habilitationsschrift 1969 sowie in der 1978 erschienenen Festschrift für seinen akademischen Lehrer Ludwig Mülhaupt.[1] Der Jubilar Karl Lohmann und der Verfasser dieses Beitrags genießen beide den Vorzug, Schüler Hans-Dieter Deppes zu sein. Da Lohmann maßgeblich am Reifeprozeß und an der Verfeinerung des Managementkonzepts mitwirkte sowie das Konzept Deppes auf verschiedenen Gebieten anwendete,[2] bietet sich hier eine willkommene Gelegenheit, auf das Konzept Deppes und die damit verbundenen Entwicklungslinien noch einmal näher einzugehen. Ungeachtet seines bankbetrieblichen Bezugs kann Deppes Modell in seiner Struktur wirtschaftszweigübergreifend verwendet werden, wie zahlreiche Autoren zeigen.[3]

Aufbauend auf dem volkswirtschaftlichen System von Produktionsfaktoren sowie auf den Faktorsystemen von Gutenberg und Deppe steht die konzeptionelle Erfassung von Kreditinstituten im Mittelpunkt dieses Beitrags. Kreditinstitute werden im Anschluß an Deppe als Subsysteme der Geldwirtschaft sowohl leistungsfluß- als auch systembereichsorientiert analysiert. Während sich die Leistungsflußorientierung in der Input-Throughput-Output-Sichtweise von Kre-

---

[1] *Deppe* (1969, 1978). Vgl. zu Würdigungen von Deppes oder Lohmanns Schaffen *Hein* (1969); *Benner/Liebau* (Hrsg.) (1990); *Troßmann* (1993); *Lohmann* (1995).

[2] Vgl. hierzu vor allem *Lohmann* (1970, 1978); *Deppe/Lohmann* (1989); *Lohmann* (1989, 1989a, 1990, 1995a); *Körnert/Lohmann* (2000).

[3] Vgl. neben den Quellen aus Fußnote 2 vor allem *Benner* (1983, 1989); *Liebau* (1989, 1990); *Pretzsch* (1990); *Reus* (1990, 1998); *Körnert* (2003) sowie alle weiteren Beiträge in *Benner/Liebau* (Hrsg.) (1990).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ditinstituten ausdrückt, liefert die Systembereichsorientierung den Anlaß, Inhalte oder Mechanismen des geschäftspolitischen Bereichs als Steuerungsbereich sowie des liquiditätsmäßig-finanziellen und technisch-organisatorischen Bereichs als Leistungsbereiche von Kreditinstituten detaillierter zu untersuchen. Der Beitrag schließt mit einem Fazit.

B. Faktorsysteme im Überblick

I. Volks- und betriebswirtschaftliche Produktionsfaktoren

Die Auseinandersetzung mit Produktionsfaktoren blickt auf eine lange, über einhundertjährige Tradition zurück. Es verwundert daher nicht, daß die älteste Einteilung von Produktionsfaktoren aus der Volkswirtschaftslehre stammt. In Anlehnung an Smith und Say folgte man hierbei lange Zeit der klassischen Dreiteilung in Arbeit, Boden und Kapital. Aber selbst unter Nationalökonomen blieb diese Dreiteilung nicht unumstritten: Namhafte Wissenschaftler wie beispielsweise Schumpeter, Marshall oder von Stackelberg modifizierten die Systematik *volkswirtschaftlicher Produktionsfaktoren*.[4] Diese Modifikationen führten indes eher zu noch höher aggregierten Modellen der Wirklichkeit, die für betriebswirtschaftliche Analysen unzweckmäßig waren. Folgerichtig erwachte am Ende der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts der Wunsch nach solchen Veränderungen im volkswirtschaftlichen Faktorsystem, die verstärkt einzelwirtschaftlich-betriebswirtschaftliche Fragestellungen anpeilten.

Zur Systematisierung und zur Abgrenzung betriebswirtschaftlicher Probleme wurde das volkswirtschaftliche Faktorsystem sowohl eingeschränkt als auch erweitert. Der Unzufriedenheit Gutenbergs mit den volkswirtschaftlichen Produktionsfaktoren verdankt die Betriebswirtschaftlehre eine in Deutschland weithin akzeptierte Systematisierung *betriebswirtschaftlicher Produktionsfaktoren*, nämlich: menschliche Arbeit, Arbeits- und Betriebsmittel, Werkstoffe und dispositiver Faktor.[5]

Die produktiven Faktoren sind Teil der Theorie der Unternehmung von Gutenberg. Obwohl sich in Gutenbergs Theorie der Unternehmung aus heutiger Sicht offenbar einige „Leerstellen" auftun, bietet sie nach wie vor durch ihre Hervorhebung gesamtbetrieblicher Zusammenhänge eine wichtige Grundlage betriebswirtschaftlicher Analysen. Die „Leerstellen" werden unter anderem

---

[4] Vgl. hierzu den vorzüglichen Überblick bei *Pretzsch* (1990), S. 34-37.

[5] *Gutenberg* (1983), S. 2-8; *Gutenberg* (1989), S. 73; *Bloech* (1993), Sp. 3407; *Bohr* (1979), Sp. 1483 u. 1486 f. Vgl. zur Verwendung der Begriffe „Produktionsfaktoren", „produktive Faktoren" und „Produktivfaktoren" *Kleinaltenkamp/Haase* (1999), S. 183 f. u. 191, Fn. 57; *Benner* (1983), S. 228, Fn. 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

durch die Erkenntnisse moderner Finanzmarkttheorien, des Transaktionskostenansatzes, der Theorie des Auftragshandelns (Agency-Theorie) und der Überlegungen im Zusammenhang mit unvollkommenen Verträgen deutlich. Zwar sind die neuen Erkenntnisse in der Lage, außerordentlich wichtige Ergänzungen zu liefern, jedoch vermögen sie die Gutenbergsche Sichtweise eines Betriebs keineswegs zu ersetzen.[6]

In seiner Theorie führt Gutenberg bekanntlich auch systemindifferente und systembezogene Maxime betrieblichen Handelns ein.[7] Als systemindifferente Handlungsmaxime gewannen die Prinzipien der Wirtschaftlichkeit, des finanziellen Gleichgewichts und der Faktorkombination zentrale betriebswirtschaftliche Relevanz. Auf der Basis des Prinzips der Faktorkombination kann ein Betrieb als Wertschöpfungssystem verstanden werden, das durch eine Input-Throughput-Output-Relation gekennzeichnet ist, wie sie beispielsweise auch in Produktionsfunktionen zum Ausdruck kommt. Charakteristisch für diese leistungsflußorientierte Input-Throughput-Output-Sichtweise eines Betriebs ist, daß verschiedene produktive Faktoren beschafft, kombiniert und die Ergebnisse der Faktorkombination abgesetzt werden. Die optimale Gestaltung des Input-Throughput-Output-Systems hängt unter anderem entscheidend von der betrieblichen Zielkonzeption und den einzuhaltenden Nebenbedingungen ab.[8]

Im Laufe der Zeit erfuhr das betriebswirtschaftliche Konzept Gutenbergs zahlreiche Modifikationen, von denen vier herausgestellt werden.[9] Erstens, alle Modifikationen in den Faktorsystemen legen das System produktiver Faktoren von Gutenberg zugrunde. Zweitens, die Einführung eines Produktionsfaktors „Information" als zweckorientiertes Wissen durch Wittmann stieß nicht nur in der allgemeinen Betriebswirtschaftslehre auf große Resonanz, sondern fand auch in den Wirtschaftszweig- oder Branchenlehren Anhänger.[10] Drittens, mit zunehmender Bedeutung des tertiären Sektors wurde Kritik am Gutenbergschen System produktiver Faktoren dahingehend laut, daß sein Faktorsystem vor allem auf die Erstellung von Sachleistungen ausgerichtet sei. Die Erstellung von Dienstleistungen hingegen zeichne sich durch eine Besonderheit aus, die in der Existenz eines sogenannten externen Faktors, zum Beispiel eines Kunden, zu

---

[6] *Hax* (1997); *R. H. Schmidt* (1999), S. 68-72 u. 91; *Seidenberg* (1998); *Schüler* (1999); *Windsperger* (1999).

[7] *Gutenberg* (1983), S. 10 u. 457-486. Vgl. auch *Ordelheide* (1999).

[8] *Corsten* (2001), S. 120; *Schüler* (1999), S. 127-129; *Zelewski* (1999), S. 70-75; *Schweitzer* (1993), Sp. 3330; *Kistner* (1993).

[9] Vgl. z. B. *Bohr* (1979), Sp. 1487-1491; *Pretzsch* (1990), S. 39-45; *Gebauer* (1991), S. 79-85; *Schweitzer* (1993), Sp. 3334-3336; *Zelewski* (1999), S. 65; *Corsten* (2001), S. 123; *Weber* (1980), S. 1059-1061. Zudem stellt *Weber* (1980), S. 1061-1071, ein eigenes Faktorsystem vor, das wiederum *Benner* (1983), S. 229, kritisiert.

[10] *Wittmann* (1959, 1980); *Bloech* (1993), Sp. 3412 f.; *Gebauer* (1991), S. 81 f.; *Corsten* (2001), S. 123; *Seidenberg* (1998); *Seibt* (1993), Sp. 1736; *Deppe* (1978), S. 46.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sehen sei, der für die Leistungserstellung unabdingbar ist, sich aber gleichzeitig der autonomen Disponierbarkeit durch den Leistungsersteller, beispielsweise eines Kreditinstituts, entzieht.[11] Viertens wurden wirtschaftszweigspezifische Faktorsysteme entworfen, deren Ziel es unter anderem war, die branchenbezogenen Eigenheiten und Strukturen betrieblicher Leistungserstellung besser durchdringen zu können. Genannt seien hier nur die Konzepte von Buddeberg für Handelsunternehmen, von Farny für Versicherungen und von Deppe für Kreditinstitute, wobei Gutenberg[12] in seinem Nachlaß ausdrücklich auf die Arbeiten von Farny und Deppe verweist.

II. Deppes Faktorsystem im Überblick

Vergleichbar mit dem Vorgehen Gutenbergs bildet auch bei Deppe das System produktiver Faktoren die Ausgangsbasis für sein noch detaillierter zu erläuterndes konzeptionelles Verständnis eines Unternehmens. Gleichzeitig zeigt es auf sehr anschauliche Weise den Nutzen der oft geschmähten *klassifikatorischen Begriffsbildung*, deren Motiv einerseits darin besteht, den Untersuchungsgegenstand ohne vorherige genauere Problemeingrenzung in mehrere Klassen aufzuteilen, wobei man bemüht ist, die Klassen so zu bilden, daß ihnen (vermutlich) eigenständige Probleme immanent sind, sie also sogenannte „wesensgleiche" Zusammenhänge enthalten. Klassen mit „wesensgleichen" Zusammenhängen sind – so die Hoffnung – tiefschürfenderen Untersuchungen leichter zugänglich. Andererseits kann die Klassifizierung aus einer gegebenen Problemstellung heraus erfolgen. Solche gegebenen Problemstellungen sind beispielsweise Ausfluß der Produktions- oder Kostentheorien.[13] Anhand der beiden Klassifikationsmotive lassen sich Deppes wesentliche Modifikationen des Gutenbergschen Faktorsystems nun grob umreißen. Bekanntlich geben produktionstheoretische Aussagen Gesetzmäßigkeiten zwischen Input und Output des betrieblichen Leistungserstellungsprozesses an. Als Grundlage für eine Kostentheorie eignet sich daher eine Produktions- oder Leistungserstellungsfunktion, die zu einem gegebenen Leistungsprogramm die dazu erforderlichen Mengen an produktiven Faktoren angibt. Bewertet man die im betrieblichen Leistungserstellungsprozeß genutzten Faktoren mit ihrem Preis, so erhält man unmittelbar die Kosten.[14]

---

[11] *Corsten* (2001), S. 1-19 u. 125; *Meffert/Bruhn* (2003), S. 62-64. Siehe zum Versuch der Integration des externen Faktors in das Gutenbergsche System produktiver Faktoren: *Kleinaltenkamp/Haase* (1999).

[12] *Gutenberg* (1989), S. 76. Einen knappen Überblick über die Konzepte mit Quellenverweisen bieten *Corsten* (2001), S. 123 f. u. 129; *Bohr* (1979), Sp. 1491 f.

[13] *Bohr* (1979), Sp. 1482; *Weber* (1980), S. 1057 f.

[14] *Troßmann* (1993a), Sp. 2392; *Deppe* (1964), S. 367.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

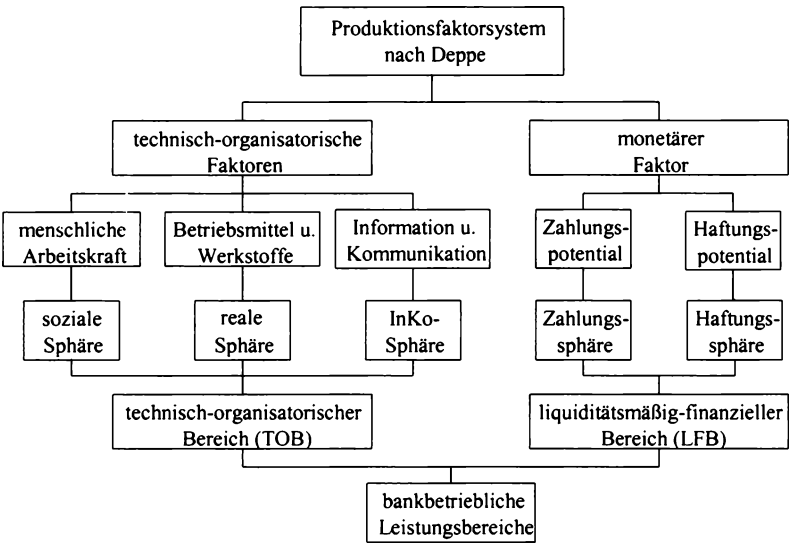


Abbildung 1: Das System produktiver Faktoren nach Deppe[15]

Es wäre dem betriebswirtschaftlichen Erkenntnisdrang höchst abträglich, wenn in einem Unternehmen Kosten anfielen, ohne daß sich darin die Nutzung eines produktiven Faktors widerspiegelt. Genau dies tritt aber besonders kraß bei Kreditinstituten zu Tage, wenn man das System produktiver Faktoren von Gutenberg zugrundelegt: So läßt der riesige Kostenblock „Zinskosten" der Kreditinstitute frappierenderweise ein Pendant in Form eines produktiven Faktors vermissen, dessen Nutzung im betrieblichen Leistungserstellungsprozeß von den Instituten zu vergüten wäre. Ganz ähnlich kann man übrigens auch mit den Eigenkapitalkosten argumentieren.[16] Ein Faktorsystem, das nicht als Grundlage für Erläuterungen produktions- und kostentheoretischer Zusammenhänge dienen kann, ist inkonsistent und fordert Modifikationen geradezu heraus. Daß der Innovationsdruck ausgerechnet von der Bankbetriebslehre als Wirtschaftszweiglehre der Kreditinstitute ausging, mag an den spezifischen Strukturen der Kosten und des Leistungserstellungsprozesses der Branche liegen.[17] Letztlich be-

[15] *Deppe* (1964), S. 369; *Deppe* (1969), S. 21; *Deppe* (1978), S. 40 u. 70 f.; *Gebauer* (1991), S. 84.

[16] *Pretzsch* (1990), S. 61-66. Vgl. zum Kostencharakter dieser Größen *Deppe* (1962), S. 90.

[17] Vgl. *Gebauer* (1991), Teil 2, oder die jährlich in einem der Monatsberichte der Deutschen Bundesbank erscheinende Untersuchung zur Erfolgslage deutscher Kreditinstitute. Vgl. hierzu jüngst *Deutsche Bundesbank* (2004); *Wittkowski* (2002).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

treffen Deppes Modifikationen aber alle Betriebe, wie er selbst und zahlreiche seiner Schüler vor nun schon geraumer Zeit nachweisen konnten.[18]

Abbildung 1 stellt, wenn man sie „von oben" liest, *Deppes Faktorsystem* dar. Liest man die Übersicht hingegen „von unten", dann entspricht sie in Ansätzen Deppes systemorientierter Sichtweise von Kreditinstituten. Im Rahmen seines Faktorsystems lehnt auch er sich an den produktiven Faktoren Gutenbergs an. Die menschliche Arbeitskraft sowie die Betriebsmittel und Werkstoffe werden unter den technisch-organisatorischen Faktoren subsumiert. In diese Gruppe nimmt Deppe zudem den Faktor „Information und Kommunikation" auf und folgt damit der schon weiter oben angesprochenen Anregung Wittmanns, wonach zum zielorientierten Handeln der Menschen Wissen gehört. Denn je mehr man über die Alternativen und Nebenbedingungen Bescheid weiß, desto besser kann das Handeln vorbereitet und kommuniziert werden und desto größer dürfte wiederum der Erfolg sein. Die Informationen bestehen dabei jedoch nur aus dem zweckgerichteten und nicht dem allgemeinen Wissen, wobei der Zweck in der Vorbereitung des Handelns besteht. Die Übertragung der Informationen durch Kommunikation ist für jedes Kreditinstitut unerläßlich.[19]

Hinsichtlich der menschlichen Arbeitskraft folgt Deppe der Gutenbergschen Trennung von objektbezogener und dispositiver Arbeit nur begrenzt. Zwar unterscheidet er nach den aus § 33 Abs. 2 in Verbindung mit § 1 Abs. 2 Kreditwesengesetz (KWG) hervorgehenden Arbeitskräften mit Geschäftsleiterqualität und nach denen mit weisungsgebundener Tätigkeit, jedoch ordnet er beide Mitarbeitergruppen als menschliche Arbeitskraft den technisch-organisatorischen Faktoren zu. Nicht nur Deppe rechtfertigt diesen Eingriff mit der Tatsache, daß in der Praxis häufig ein und dieselben Arbeitskräfte sowohl weisungsgebundene, objektbezogene Tätigkeiten als auch eigenverantwortliche, dispositive Aufgaben übernehmen, wodurch eine getrennte Zuordnung der Arbeitskräfte unzweckmäßig erscheint.[20] Konsequenterweise und folgerichtig ordnet er daher nicht die Arbeitskräfte, sondern das Ergebnis ihrer Tätigkeiten unterschiedlichen Bereichen zu. Zu den Betriebsmitteln der Kreditinstitute zählt Deppe vor allem die Grundstücke und Gebäude sowie die Betriebs- und Geschäftsausstattung, worunter natürlich auch die Anlagen zur elektronischen Datenverarbeitung fallen. Die Werkstoffe bestehen in aller Regel aus den Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen. Jedoch spielen die Werkstoffe sowohl für Gutenberg als auch für Deppe im Leistungserstellungsprozeß von Kreditinstituten keine Rolle, womit

[18] Vgl. hierzu die Quellen aus Fußnote 2 und 3. Vgl. auch die Beiträge von *Brösel/Dintner/Keuper*, *Reus/Benner* und *Walther* in diesem Band.

[19] *Wittmann* (1980), Sp. 894; *Deppe* (1978), S. 46 f.

[20] *Deppe* (1978), S. 43 f.; *Weber* (1980), S. 1059. Vgl. auch *Gutenberg* (1989), S. 67-72 u. 80-86.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sie ebenfalls einen werkstoffähnlichen Charakter von Formularen und vergleichbaren Stoffen verneinen.[21]

Die aus konzeptioneller Sicht markanteste Modifikation des Gutenbergschen Faktorsystems nimmt Deppe mit der Einführung eines *monetären Faktors* in Zahlungs- und Haftungsqualität vor. Durch die uneingeschränkte Einstufung monetärer Güter als produktive Faktoren im betrieblichen Leistungserstellungsprozeß lassen sich nun Zinskosten und Eigenkapitalkosten aus der Nutzung eines spezifischen Produktivfaktors überzeugend ableiten. So fallen zum Beispiel Zinskosten aufgrund der von Fremdkapitalgebern erbrachten Zahlungsleistungen an; das Kreditinstitut nutzt also den monetären Faktor in Zahlungsqualität. Andererseits erbringen Eigenkapitalgeber – beispielsweise bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen zu pari – nicht nur Zahlungsleistungen, sondern in gleicher nominaler Basis auch Haftungsleistungen. Das Kreditinstitut – beziehungsweise der Betrieb allgemein – nutzt demzufolge den monetären Faktor in Zahlungs- und in Haftungsqualität, wofür den Eigenkapitalgebern jeweils ein gesondertes Entgelt zusteht.[22]

Die Produktionsfaktoreigenschaften des monetären Faktors wurden – und zwar getrennt nach dem monetären Faktor in Zahlungsqualität und nach dem monetären Faktor in Haftungsqualität – von Liebau ausführlich und sehr eingehend analysiert.[23] Erwähnt sei an dieser Stelle noch, daß sich Deppe in seinen frühen Arbeiten nur auf den monetären Faktor in Zahlungsqualität bezieht.[24] Um so mehr konzentriert er sich später auf den monetären Faktor in Haftungsqualität beziehungsweise auf Haftungsleistungen allgemein und trägt damit auch der Erkenntnis Rechnung, daß letztlich die Liquidität der Solvabilität folgt.[25] Nachdem in diesem Kapitel unterschiedliche Produktionsfaktorsysteme vorgestellt wurden, skizziert der folgende Abschnitt hierauf aufbauend ein konzeptionelles Verständnis von Kreditinstituten, das sich eng an den Vorstellungen Deppes anlehnt.

---

[21] *Deppe* (1978), S. 45 f.; *Gutenberg* (1983), S. 122. Etwas vorsichtiger äußert sich *Gutenberg* (1989), S. 76, in seinem Nachlaß; vgl. darüber hinaus *ebenda*, S. 86-88.

[22] *Deppe* (1978), S. 38-42; *Benner* (1983), S. 228-237. Die Höhe der Zahlungs- und Haftungsleistungen von Eigenkapitalgebern muß nicht identisch sein, sondern kann variieren. Sehr schöne Beispiele hierzu finden sich bei *Deppe* (1978), S. 39 u. 41. Vgl. auch *Körnert/Lohmann* (1995).

[23] *Liebau* (1989), S. 43-59.

[24] *Deppe* (1964), S. 369; *Deppe* (1969), S. 21.

[25] *Deppe* (1978), S. 40; *Deppe* (1980), S. XXXV; *Deppe* (1989).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

C. Konzeptionelle Erfassung von Kreditinstituten

I. Kreditinstitute als offene Subsysteme der Geldwirtschaft

Die konzeptionelle Erfassung einzelner Kreditinstitute wäre höchst unvollständig, würde man nicht erwähnen, daß Deppe Kreditinstitute zuerst als Subsysteme der Geldwirtschaft beschreibt und sich damit auf Erkenntnisse der Systemtheorie beruft.[26] Konkret definiert er Kreditinstitute „als einzelwirtschaftliches, zielgerichtetes sozio-technisches Subsystem der Tauschwirtschaft in Form der Geldwirtschaft, das Produktionsfaktoren beziehungsweise deren Nutzung gegen monetäre Leistungen (Entgelt) beschafft, durch Kombination dieser Produktionsfaktoren beziehungsweise deren Nutzung Marktleistungen in Form monetärer Problemlösungen ... zur Erstellung anbietet, um durch Absatz dieser Leistungen die übergeordnete Zielsetzung ... zu realisieren".[27] Mit dem Verständnis von *Kreditinstituten als offene Subsysteme* bringt Deppe zum Ausdruck, daß ohne eine Einbeziehung der wechselseitigen Verflechtungen von Kreditinstituten mit ihrer Umwelt einzelwirtschaftliche Fragestellungen zu Kreditinstituten nicht fachgerecht zu beantworten sind. Kreditinstitute sind als Subsysteme der Geldwirtschaft und als Kern des finanziellen Sektors immer in eine Rechts-, Wirtschafts- und Sozialordnung eingebettet, die für ihren betrieblichen Leistungsprozeß nicht nur wichtige Akzente setzen, sondern vielfach auch existenzbestimmend wirken. Jedes Kreditinstitut kommt demnach gar nicht umhin, sich bei der Lösung seiner betriebswirtschaftlichen Probleme jederzeit seiner Subsystemeigenschaft und damit seines Umweltbezugs zu erinnern.[28]

II. Leistungsflußorientierte Erfassung von Kreditinstituten

Nach Gutenberg versteht man das Prinzip der Faktorkombination als systemindifferenten Tatbestand betrieblichen Handelns. Im Anschluß daran ist ein Betrieb als ein Wertschöpfungssystem interpretierbar, das verschiedene produktive Faktoren beschafft (Input), kombiniert (Throughput) und das Ergebnis der Faktorkombination absetzt (Output), um schließlich die betriebliche Zielkonzeption zu realisieren. Die generelle Struktur einer solchen leistungsflußorientierten Wertschöpfung – die man auch als Input-Throughput-Output-Prozeß bezeichnen kann – wird auch in Abbildung 2 aufgegriffen, bezieht ihn aber insofern stärker auf Kreditinstitute, als er ausgewählte Funktionen von Kreditinstituten

---

[26] Vgl. zur Systemtheorie für den finanziellen Sektor und für Kreditinstitute auch *T. Schmidt* (1998); *Körnert* (2003), S. 51-65.

[27] *Deppe* (1978), S. 9.

[28] *Deppe* (1978), S. 7 u. 9; *Deppe* (1980), S. XIII u. XVI; *Deppe* (1989), S. 211 f. u. 218; *Liebau* (1989), S. 38 f. Vgl. auch schon *Kühl* (1967), S. 2.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

einschließt. Abgesehen davon, daß Kreditinstitute verschiedene produktive Faktoren beschaffen, kombinieren und absetzen, fällt im Leistungserstellungsprozeß von Kreditinstituten die Dominanz des monetären Faktors auf. Er charakterisiert nicht nur deren *Leistungserstellungsprozeß*, sondern steht in enger Beziehung zu ihren wesentlichen Funktionen, die sich als Transformationsfunktionen grob umschreiben lassen.

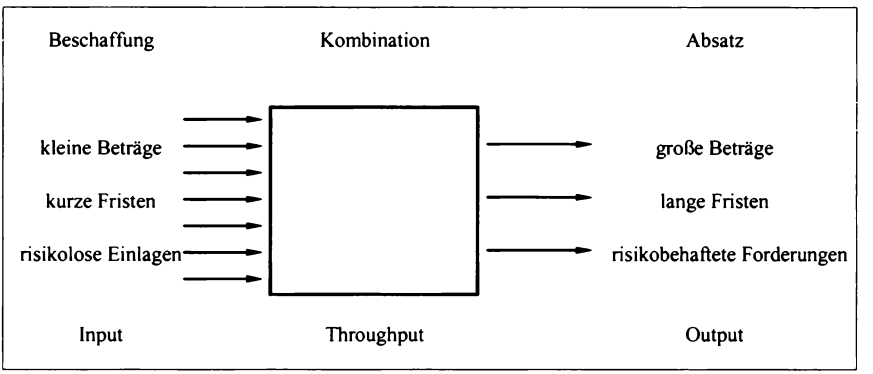


Abbildung 2: Skizze zum Leistungserstellungsprozeß von Kreditinstituten und zu ausgewählten Funktionen

Die *Losgrößentransformation* beschreibt den Umstand, daß Kreditinstitute viele kleine (Geld-)Beträge einsammeln und diese in großen Beträgen geringerer Stückzahl ausleihen. In Abbildung 2 soll das durch die unterschiedliche Anzahl von Pfeilen bei der Beschaffung (Passiva) und beim Absatz (Aktiva) ansatzweise deutlich werden. Zudem betreiben Kreditinstitute regelmäßig eine positive *Fristentransformation*, da die ihnen zur Nutzung überlassenen Einheiten des monetären Faktors meist kurze Fristen besitzen, die Kapitalnehmer aber häufig Beträge mit langen Fristen bevorzugen. Dieser Sachverhalt wurde durch eine unterschiedliche Pfeillänge dargestellt. Des weiteren übernehmen Kreditinstitute die Aufgabe der *Risikotransformation*, so daß sie trotz risikobehafteter Forderungen nahezu risikolose Einlagen versprechen können. Denn anders als jeder Einzelanleger sind sie in der Lage, ihre Mittel im großen Stil zu diversifizieren, indem sie diese beispielsweise bei unterschiedlichen Kapitalnehmern sowie in verschiedenen Regionen oder Branchen anlegen. Außerdem verschafft das Eigenkapital der Kreditinstitute den Einlegern einen zusätzlichen Verlustpuffer, auf den sie bei einer direkten Anlage ohne Einschalten eines Intermediärs verzichten müßten.[29] Neuerdings sieht man Kreditinstitute vermehrt in der

[29] *Greenspan* (1989). Vgl. auch *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* (2004), S. 7-9 u. 14 f., sowie zu sonstigen Funktionen *ebenda*, S. 13-15.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Rolle eines transaktionskostenreduzierenden Intermediärs – eines sogenannten „*delegated monitor*" –, an den die Einleger ihre Auswahl-, Kontroll- und Informationsbeschaffungsaufgaben delegieren. Würde nämlich jeder Einleger die Auswahl und Kontrolle seines Kreditnehmers selbst vornehmen, dann wäre die Summe der Auswahl- und Kontrollkosten eines einzigen Kredits um ein Vielfaches höher, als wenn sich die Einleger entschlössen, diese Aufgabe an einen Dritten zu übertragen.[30] Schon allein aufgrund ihrer langen Erfahrung im Umgang mit kapitalsuchenden und -gebenden Wirtschaftseinheiten bieten sich Kreditinstitute als Delegierte für solche Auswahl- und Kontrollaufgaben an.

III. Systembereichsorientierte Erfassung von Kreditinstituten

Neben der leistungsflußorientierten Erfassung von Kreditinstituten als Input-Throughput-Output-System spielt die Systembereichsorientierung eine ebenfalls herausragende Rolle.[31] Hierbei grenzt Deppe gedanklich drei separat zu analysierende Bereiche ab, denen jeweils eigenständige Problemstellungen immanent sind. Insofern enthalten die drei Analysebereiche „wesensgleiche" Zusammenhänge. Zuerst etabliert Deppe einen *Steuerungsbereich*, den er als geschäftspolitischen Bereich (GPB) bezeichnet. Von diesem Steuerungsbereich trennt er zwei *Leistungsbereiche*, die als liquiditätsmäßig-finanzieller Bereich (LFB) und als technisch-organisatorischer Bereich (TOB) bezeichnet werden. Aus diesem Blickwinkel heraus versteht sich das „Subsystem Kreditinstitut" als strukturierter Gesamtzusammenhang in Form eines bereichsorientierten GPB-LFB-TOB-Systems.[32]

Während sich im LFB und im TOB tatsächlich Leistungsprozesse vollziehen, dient der GPB mit seinen Zielen, Strategien und Normen der Steuerung der beiden Leistungsbereiche und der betrieblichen Leistungsprozesse. Schon diese knappe Beschreibung verdeutlicht, daß es sich beim GPB als Steuerbereich um einen Bereich mit eigenständiger Problematik handelt, die zu Recht getrennt von den Leistungsbereichen untersucht wird. Eine Trennung der beiden Leistungsbereiche LFB und TOB nimmt Deppe anhand seiner Systematik produktiver Faktoren vor (Abb. 1): Der LFB konstituiert sich aus dem monetären Faktor in seinen beiden Qualitäten, der Zahlungs- und der Haftungsqualität. Dagegen erfaßt der TOB die technisch-organisatorischen Faktoren menschliche Arbeitskraft, Betriebsmittel und Werkstoffe sowie Information und Kommunikati-

[30] *Schmidt/Terberger* (1997), S. 465-467.

[31] *Horváth* (2003), S. 106, merkt dazu allgemein an: „Der Systemansatz muß prozeßorientiert werden!"

[32] *Deppe* (1978), S. 8; *Deppe* (1980), S. XIII-XVI; *Deppe* (1969), S. 17-25; *Liebau* (1989), S. 33 u. 39; *Hein* (1993), S. 123-126.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

on. Die Separation der produktiven Faktoren in monetäre und nichtmonetäre Faktoren sowie ihre Integration in zwei verschiedene Analysebereiche ist schon allein deshalb sachgerecht, weil ihnen ganz unterschiedliche und eigenständige Probleme und Fragestellungen innewohnen.[33] Nicht zuletzt deshalb haben sich in der Vergangenheit eigene Wirtschaftszweiglehren herausgebildet, welche auf die Untersuchung von Problemstellungen einzelner Analysebereiche ihren Schwerpunkt legen.[34]

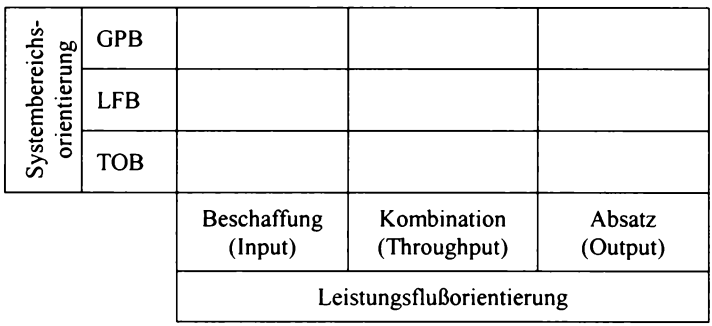


Abbildung 3: Skizze zur stark vereinfachten Matrixstruktur eines Kreditinstituts als bereichs- und leistungsflußorientiertes System

Die Abbildung 3 faßt die bis hierhin vorgenommenen konzeptionellen Überlegungen skizzenhaft zusammen, indem sie die *leistungsfluß- und systembereichsorientierte Sichtweise* eines Kreditinstituts beschreibt. Damit stellt sich das Kreditinstitut als konzeptionelle Kombination eines Input-Throughput-Output-Systems und eines GPB-LFB-TOB-Systems dar, wobei sich beide Systemaspekte matrixförmig überlagern und durchdringen. Diese komprimierte Darstellung der konzeptionellen Erfassung von Kreditinstituten ist natürlich noch weiter interpretationsbedürftig. Wie Liebau zum Teil schon bemerkte, kann ein Blick in die betriebswirtschaftliche Literatur zwei Dinge nicht verhehlen: Zwar erfreut sich dort Deppes Konzept einer beachtlichen Resonanz, jedoch erfolgt die Wiedergabe seines Konzepts nicht immer einwandfrei.[35] Es erscheint daher geboten, auf das Konzept etwas näher einzugehen. Die folgenden Ausführungen widmen sich den drei Analysebereichen. Als Grundlage für die weiteren Betrachtungen dient die Abbildung 4, die sich als erweiterte Version

[33] *Deppe* (1978), S. 47-51.

[34] So ist beispielsweise die Industriebetriebslehre eher auf die Analyse technisch-organisatorischer Probleme fokussiert, während die Bank- oder Versicherungsbetriebslehre stärker auf liquiditätsmäßig-finanzielle Fragestellungen rekurriert.

[35] *Liebau* (1989), S. 34 f.; in Fußnote 16, S. 35, nennt er einige seiner Ansicht nach besonders problematische Wiedergaben des Deppe-Konzepts.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Abbildung 3 präsentiert. Sie stellt auf detailliertere Weise ein Modell eines Kreditinstituts als kombiniertes bereichs- und leistungsflußorientiertes GPB-LFB-TOB-System und Input-Throughput-Output-System dar.

D. Steuerungs- und Leistungsbereiche in Kreditinstituten

I. Der geschäftspolitische Bereich (GPB)

Der geschäftspolitische Bereich eines Kreditinstituts begreift sich als ein System von Normen, die den Handlungen einen betriebswirtschaftlichen Sinn verleihen und diese auf eine übergeordnete Zielkonzeption hin ausrichten. Der GPB besteht als eine gedankliche Einheit und weist rein nichtstofflichen Charakter auf. Er setzt sich aus der betrieblichen Zielkonzeption als übergeordneter Norm, den daraus abgeleiteten Handlungsanweisungen (strategische Grundsätze und Strategien) sowie aus Kontrollmaßstäben zur Überprüfung der Effektivität der Handlungsanweisungen für die Zielerreichung zusammen. Mit Hilfe sämtlicher Normen des GPB werden die Beschaffung produktiver Faktoren, ihre Kombination sowie der Absatz der erstellten Leistungen gesteuert (Abb. 4).[36]

Grundsätzlich lassen sich betriebliche Ziele in *Sachziele* und *Formalziele* unterscheiden. In den Sachzielen kommt der Betriebszweck, also das konkrete Handlungsprogramm des Betriebs zum Ausdruck. Für Kreditinstitute wäre das nach Deppes Definition gemeinhin die Erstellung monetärer Problemlösungen.[37] Den Sachzielen sind formale Ziele übergeordnet, die allgemein im Vermögens-, Einkommens- oder Wohlstandsstreben bestehen können. Unter die finanziellen Formalziele ließen sich auch wertorientierten Größen des Shareholder Value-Konzepts einspannen. Speziell für Kreditinstitute sind in diesem Zusammenhang die beiden Leistungsmaße RORAC (Return on Risk Adjusted Capital) und RAROC (Risk Adjusted Return on Capital) hervorzuheben, da sie den Vorteil genießen, auf dem Value at Risk zu basieren und mithin Risikoaspekte berücksichtigen.[38]

---

[36] *Deppe* (1978), S. 19 f.; *Deppe* (1980), S. XXXII. Vgl. zur Architektur des GPB auch *Körnert* (2003), S. 136.

[37] Für Betriebe der Automobilindustrie (DaimlerChrysler AG, Volkswagen AG) besteht das Sachziel beispielsweise in der Produktion von Personen- oder Lastkraftwagen. Vgl. auch *Liebau* (1989), S. 119 u. 121; *Zelewski* (1999), S. 56-61.

[38] *Körnert* (2003), S. 65-95, insbesondere S. 88-93.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

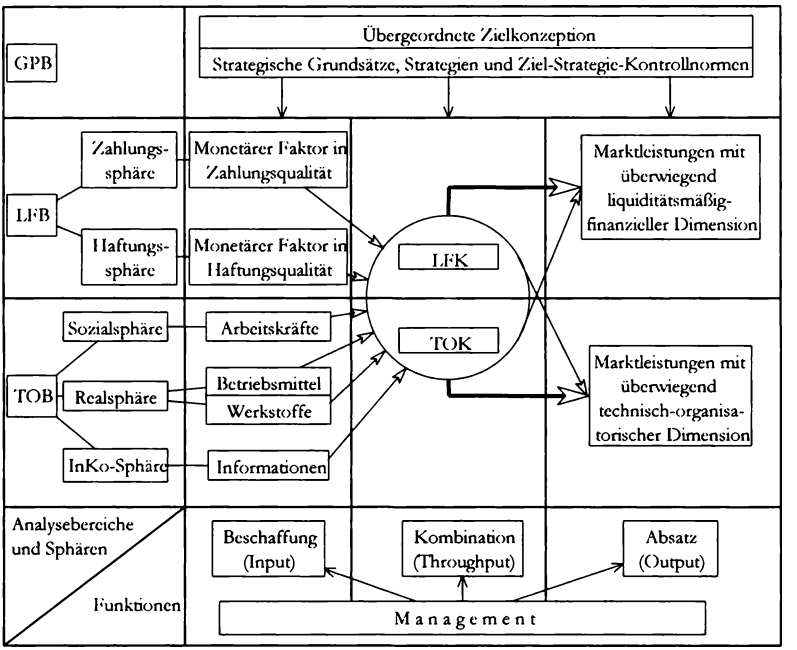


Abbildung 4: Vereinfachtes Modell eines Kreditinstituts als kombiniertes GPB-LFB-TOB-System und als Input-Throughput-Output-System[39]

Die übergeordnete Zielkonzeption im Sinne von Formalzielen – um die es hier genauer geht – kann wiederum aus einem Einzelziel bestehen oder sich aus mehreren Einzelzielen zusammensetzen. Bei mehreren Einzelzielen wäre deren Stellung zueinander zu klären. Es wäre also zu prüfen, ob es sich um indifferente, komplementäre oder konkurrierende Ziele handelt. Des weiteren ist das Ausmaß der Zielerreichung zu bestimmen. Hierbei können Extremalziele genauso eine Rolle spielen wie begrenzte Ziele, die sich an Ansprüche anpassen und daher auch Anspruchsanpassungsziele genannt werden. Zudem muß der zeitliche Rahmen, in dem die Ziele erreicht werden sollen, festgelegt werden. Da betriebliche Ziele häufig sehr abstrakt sind, müssen sie operationalisiert werden, um konkrete Handlungsanweisungen für unterschiedliche Hierarchieebenen extrahieren zu können. Indem man aus der Zielkonzeption nach und nach strategische Grundsätze und Strategien ableitet, gewinnt man immer konkretere Handlungsanweisungen. Ein solches sukzessives Vorgehen ermöglicht

[39] In enger Anlehnung an *Deppe* (1978), S. 51; *Deppe* (1980), S. XIV f.; *Liebau* (1989), S. 41 u. 120; *Reus* (1989), S. 31; *Gebauer* (1991), S. 96; *Zelewski* (1999), S. 67; *Reus* (1998), S. 64; *Körnert/Lohmann* (2000), S. 209.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die zielorientierte Steuerung der Leistungsprozesse im LFB und im TOB. Zudem stellt sich jeder verantwortungsvollen Unternehmensführung regelmäßig die Frage, inwieweit die eingeschlagenen Wege überhaupt zum Ziel führen. Es muß also die Effektivität der strategischen Grundsätze und der Strategien überwacht werden. Diese Überwachung erfolgt mittels Kontrollnormen, die sich beispielsweise in Form von Kennziffern für die beiden Leistungsbereiche niederschlagen.[40]

Es wurde eingangs kurz erwähnt, daß es sich beim Steuerungsbereich GPB um einen reinen Normenkatalog mit nichtstofflichem Charakter handelt. Dies muß insofern elaboriert werden, weil hier ein wesentlicher Unterschied zu Gutenberg liegt: Da Deppe die menschliche Arbeitskraft konzeptionell nicht in ausführende und dispositive Arbeit trennt, kann er die Aktivitäten sämtlicher Mitarbeiter als Leistungen in Raum und Zeit im TOB erfassen. Allerdings wandert ein Teil der Ergebnisse der Mitarbeiteraktivitäten in den übergeordneten GPB. Nämlich immer dann, wenn es sich um zu erarbeitende Normen handelt, findet dieser Erarbeitungsprozeß zwar im TOB statt, dessen Ergebnisse in Form von formulierten Zielen, strategischen Grundsätzen, Strategien oder Kontrollnormen sind hingegen im GPB verankert.[41] Da sich – wie in Abbildung 3 weiter oben verdeutlicht – die Normen des GPB auf die Steuerung des LFB und des TOB und mithin auch auf die einzelnen Phasen des Leistungsflusses (Beschaffung, Kombination und Absatz) beziehen, gehen die folgenden Abschnitte auf beide Leistungsbereiche überblicksartig ein.

II. Der liquiditätsmäßig-finanzielle Bereich (LFB)

Im Anschluß an Deppe wird der liquiditätsmäßig-finanzielle Bereich als ein System von Mechanismen mit geldlicher Dimension verstanden. Konkret stellt er die gedankliche Einheit aller im Zusammenhang mit dem monetären Faktor stehenden Bestands- und Veränderungsgrößen mit geldlicher Dimension dar, die in einem System von Mechanismen die beiden Existenzbedingungen, nämlich die *Zahlungs- und Schuldendeckungsfähigkeit*, bestimmen. Die Begriffselemente „liquiditätsmäßig" und „finanziell" sollen einerseits den Zahlungsmittelaspekt und andererseits den finanziellen Haftungsaspekt repräsentieren.[42] Aus diesen zwei Aspekten und den beiden Qualitäten des monetären Faktors ergeben sich auch unmittelbar die beiden Sphären, die schon in den Abbildungen 1 und 4 als Zahlungs- und als Haftungssphäre bezeichnet wurden.

---

[40] *Heinen* (1966); *Deppe* (1978), S. 18-24; *Liebau* (1989), S. 40-43 u. 118-140.

[41] *Deppe* (1978), S. 19; *Liebau* (1989), S. 42. Vgl. auch *Körnert* (2003), S. 139.

[42] *Deppe* (1978), S. 52.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zur Leistungserstellung benötigen Kreditinstitute ausreichende Verfügungsmacht über Einheiten des monetären Faktors in Zahlungsqualität und in Haftungsqualität. Mit der Beschaffung solcher Einheiten werden reservoirartig die Zahlungs(mittel)potentiale und die Haftungspotentiale aufgefüllt und stehen dann zur Nutzung bereit. Die Abbildungen 5 und 6 legen die Komponenten beider Potentiale offen und deuten mit ihrer Systematik zugleich Qualitätsunterschiede innerhalb der Potentiale an. Die Forderung einer ausreichenden Verfügungsmacht über Zahlungs- und Haftungspotentiale beruht aber nicht nur auf ökonomischen Sachzwängen. Da jedes Kreditinstitut in eine Rechtsordnung eingebettet ist, beugt es sich als Rechtseinheit unter anderem den in Deutschland geltenden Normen der *Insolvenzordnung* (InsO). Eine Einhaltung dieser dort kodifizierten Normen ist essentielle Voraussetzung und Nebenbedingung für eine Teilnahme am Wirtschaftsgeschehen. Mit den §§ 17, 18 InsO fordert das Gesetz ausreichende Zahlungspotentiale, um eine (eingetretene oder drohende) Zahlungsunfähigkeit zu verhindern. Parallel dazu erzwingt § 19 InsO ausreichende Haftungspotentiale, um den Tatbestand der Überschuldung auszuschließen. Zudem greifen in diesem Zusammenhang nach §§ 10, 10a, 11 KWG in Verbindung mit den Grundsätzen I und II noch branchenspezifische Vorschriften als weitreichende Mechanismen mit geldlicher Dimension im LFB.[43]

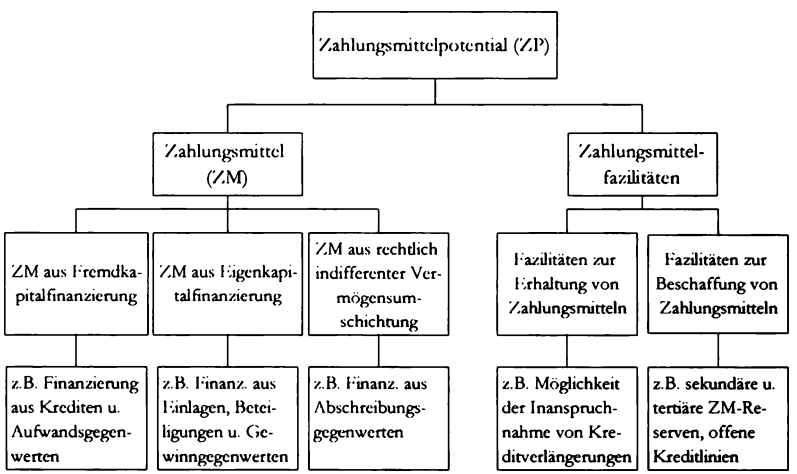


Abbildung 5: Komponenten des Zahlungsmittelpotentials[44]

[43] *Liebau* (1989), S. 60-62 u. 75-81; *Rogler* (2000); *Körnert* (2001), S. 82-84.
[44] In enger Anlehnung an *Liebau* (1989), S. 61.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

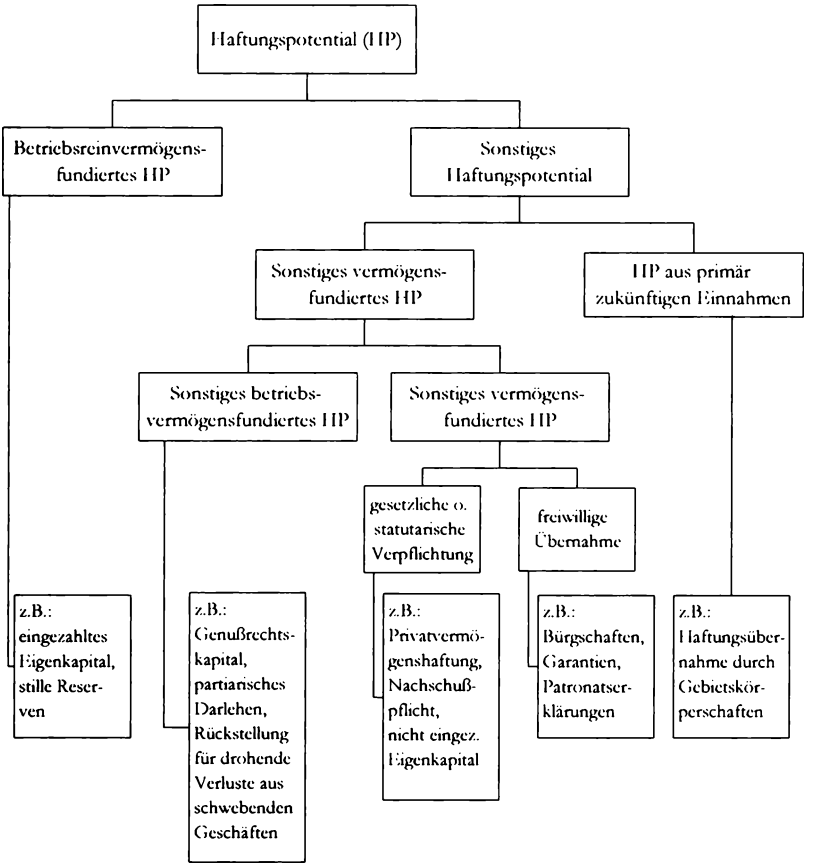


Abbildung 6: Komponenten des Haftungspotentials[45]

Die beiden Existenzbedingungen haben Eingang in das sogenannte *finanzielle Gleichgewicht* gefunden, das als partielles finanzielles Gleichgewicht bezeichnet wird, wenn es sich auf die Einhaltung der Zahlungs- und Schuldendeckungsfähigkeit beschränkt. In seiner weiten Fassung, deren Facetten Benner eingehend diskutiert, ist das finanzielle Gleichgewicht dagegen zugleich auch zielorientiert. Es weist in der weiten Form deutliche Parallelen zum geschäftspolitischen Gesamtergebnis nach Deppe und zum sogenannten „magischen Dreieck", einer Trinität geschäftspolitischer Prinzipien des LFB, auf. Von der Rentabilität, Liquidität und Solvabilität wurde jene Trinität geschäftspolitischer Prinzipien geformt, nach denen die bankbetriebliche Praxis lange Zeit vorging

[45] In enger Anlehnung an *Liebau* (1989), S. 76.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und die man häufig auch theoretischen Analysen zugrunde legte. Die weite Fassung des finanziellen Gleichgewichts ist zudem als totales finanzielles Gleichgewicht bekannt.[46]

III. Der technisch-organisatorische Bereich (TOB)

Der technisch-organisatorische Bereich bildet neben dem LFB den zweiten Leistungsbereich im Deppe-Konzept. Er ist zu verstehen als ein auf eine Zielsetzung hin ausgerichtetes sozio-technisches Subsystem aus menschlichen Handlungen, naturwissenschaftlicher Technik und Mitteln zur Sachgestaltung. Hinzu treten Mechanismen formeller Verhaltens- und Funktionsregelungen. Durch das Begriffselement „technisch" sollen menschliche Handlungen, Verfahrenstechnik, naturwissenschaftliche Technik, Ingenieurtechnik und von Menschen geschaffene Werke ausgedrückt werden. Das Beiwort „organisatorisch" zielt auf interagierende Elemente, deren Verhaltens- und Funktionsweisen mittels Vorschriften auf eine bestimmte Zielsetzung ausgerichtet sind.[47]

In diesem Zusammenhang müssen auch die zahlreichen Organisationsgrundsätze gesehen werden. Neben den bekannten „Management by"-Prinzipien (Exception, Delegation, Objectives usw.) nennt die Bankbetriebslehre vor allem drei Prinzipien, die heute schon als *klassische Gestaltungsprinzipien des TOB* gelten können: Es sind das Prinzip der Betriebssicherheit, das Prinzip der Schnelligkeit und das Prinzip der Wirtschaftlichkeit. Bei diesen Prinzipien geht es darum, fehlerhafte Leistungserstellungen möglichst zu unterbinden (Betriebssicherheit), eine fristgerechte Erledigung der Geschäftsvorfälle – zum Teil in sogenannter Tagfertigkeit – sicherzustellen (Schnelligkeit) sowie entweder bei gegebenen Leistungen mit den geringsten Kosten oder bei gegebenen Kosten mit größtmöglicher Leistung zu arbeiten (Wirtschaftlichkeit).[48]

Das strukturierte Zusammenwirken der nichtmonetären Produktionsfaktoren wird begrifflich unter dem Subsystem TOB erfaßt. Die nichtmonetären Produktionsfaktoren menschliche Arbeitskraft, Betriebsmittel, Werkstoffe, Information und Kommunikation führt Deppe – wie in den Abbildungen 1 und 4 veranschaulicht – in Gruppen zusammen. Die Gruppenbildung erleichtert es, das komplexe Subsystem TOB in weitere Subsysteme – hier *Sphären* genannt – zu untergliedern. Diese Sphären sind dadurch gekennzeichnet, daß innerhalb einer Sphäre die Produktionsfaktoren relativ homogene Eigenschaften aufweisen.

---

[46] *Benner* (1989), S. 184-192; *Deppe* (1964), S. 373; *Körnert* (2001), S. 84. Das geschäftspolitische Gesamtergebnis nach Deppe wird weiter unten erläutert.

[47] *Deppe* (1978), S. 67 f.

[48] *Deppe* (1968), S. 164; *Deppe* (1978), S. 67-81, insbesondere S. 73; *Gebauer* (1991), S. 129-138.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Deppe bildet drei Sphären: Die soziale Sphäre umfaßt die menschliche Arbeitskraft und alle menschlichen Beziehungen im Kreditinstitut. In die reale Sphäre gehen Betriebsmittel und Werkstoffe ein. Die Informations- und Kommunikationssphäre umfaßt – wie der Name schon sagt – die produktiven Faktoren Information und Kommunikation.[49]

Lange Zeit wurde der TOB von den Kreditinstituten nur als Hilfsbereich akzeptiert und stand auch nicht gerade im Rampenlicht bankbetriebswirtschaftlicher Forschungen.[50] In der Theorie überließ man häufig anderen Wirtschaftszweiglehren, zum Beispiel der Industriebetriebslehre, oder einschlägigen Funktionenlehren, wie beispielsweise der Personalwirtschaft, eine tiefergehende Problemanalyse der Leistungsprozesse im TOB. In der Praxis führten marktorientierte Organisationsformen, zunehmende Konkurrenz durch andere Finanzdienstleister und ein gestiegenes Preisbewußtsein – um nur einige Gründe zu nennen – zum Abschmelzen der einst so lukrativen Zinsspannen. Gleichzeitig förderten eingeleitete Rationalisierungen und Automationen, neue Kommunikationswege und Internetanwendungen die Zahlungs- und Effektenverkehrsgeschäfte, welche den TOB besonders intensiv beanspruchen. Von einer Vernachlässigung des TOB und einem TOB als Hilfsbereich konnte da schon keine Rede mehr sein. Der Bann haussierender Börsen führte Ende der 1990er Jahre immer mehr dazu, daß man sich bei der Gestaltung des TOB in der Praxis zwar dem Prinzip der Wirtschaftlichkeit verpflichtete, leider aber die anderen beiden Prinzipien (Betriebssicherheit, Schnelligkeit) zu oft vergaß. Konsequenterweise widmete sich dann die Bankbetriebslehre wieder stärker dem TOB und subsumiert dies heute häufig unter dem Begriff „operationelle Risiken".[51]

Es wurde hier bereits mehrfach betont: Im Anschluß an die Beschaffung von Potentialen monetärer und nichtmonetärer Faktoren werden diese kombiniert und in Form von Marktleistungen abgesetzt. An jeder erstellten Marktleistung eines Kreditinstituts sind gemäß der These des *Leistungsdualismus* sowohl der LFB als auch der TOB beteiligt. Zwar läßt sich bei den erstellten Marktleistungen die Dominanz des einen oder des anderen Leistungsbereichs feststellen, aber jede noch so augenscheinliche Dominanz eines Leistungsbereichs kann nicht darüber hinwegtäuschen, daß auch der andere Leistungsbereich mitgewirkt hat (Abb. 4).[52] Hierzu zwei kurze Beispiele: Erstens, bei einer Kreditvergabe überwiegt freilich der monetäre Faktor in Zahlungsqualität und damit der LFB. Indes, ohne eine Kundenberatung und ohne eine Kreditwürdigkeitsprüfung, die

[49] *Deppe* (1978), S. 68 f.

[50] *Deppe* (1969), S. 24; *Deppe* (1989), S. 215; *Pretzsch* (1990), S. 101; *Gebauer* (1991), S. 115-118.

[51] *Gebauer* (1991), S. 16-77; *Schöning* (1998); *Körnert/Wolf* (2000); *DPA* (2000); *Schönauer* (2000); *Peachey* (2002), S. 39-45 u. 164-173; *Brösel/Rothe* (2003).

[52] *Benner* (1978), S. 347; *Deppe* (1989), S. 220; *Liebau* (1989), S. 40.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

konzeptionell zum TOB gehören, kann der Kredit nicht vergeben werden. Somit begründet sich ein Dualismus der Leistungsbereiche LFB und TOB bei der Leistungserstellung. Zweitens, ähnlich sieht es bei einer reinen Verwahrung von Wertpapieren aus: Hier überwiegt der Einsatz nichtmonetärer Faktoren des TOB, wie menschliche Arbeitskraft und Betriebsmittel. Da die Wertpapierverwahrung aber nach § 1 Abs. 1 Nr. 5 KWG ein Bankgeschäft darstellt und folglich der Gründung eines Kreditinstituts mit entsprechendem Mindestkapital bedarf, ist an dieser Leistungserstellung auch der monetäre Faktor beteiligt, der wiederum konstitutives Element des LFB ist. Wie schon in Abbildung 4 veranschaulicht, führt der Dualismus im Leistungserstellungsprozeß von Kreditinstituten also dazu, daß Marktleistungen erstellt werden, die eine überwiegend liquiditätsmäßig-finanzielle Dimension oder eine überwiegend technisch-organisatorische Dimension ihr eigen nennen.

Kreditinstitute sind im Rahmen ihrer Leistungserstellung einer insgesamt hohen Regelungsdichte ausgesetzt. Interessant ist, daß die Dichte der branchenspezifisch kodifizierten Normen zwischen den beiden Leistungsbereichen variiert. Besonders der LFB ist mit einer kaum noch zu überschauenden Zahl von Normen gespickt. Die stakkatoartigen Novellierungen des Kreditwesengesetzes und die vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen und seiner Nachfolgeorganisation, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, erlassenen Grundsätze konzentrieren sich mit ihren Normen größtenteils auf den LFB und treiben in ihrem Regelungszwang leider nicht nur kleinere Kreditinstitute regelmäßig an die Grenze ihrer Belastbarkeit.[53] Dem steht eine geringere Regelungsdichte im TOB gegenüber. Dort sind auch keine so klaren Existenzbedingungen etabliert, wie es die Zahlungs- und Schuldendeckungsfähigkeit für den LFB bilden. Mit der Arbeitgeberfähigkeit und der technisch-organisatorischen Flexibilität unternahmen Deppe und seine Schüler einen Versuch, Existenzbedingungen für den TOB zu formulieren. Unter der Arbeitgeberfähigkeit analysiert man den Umstand, inwieweit die Leitung eines Kreditinstituts von den Mitarbeitern als Arbeitgeber akzeptiert wird. Die technisch-organisatorische Flexibilität stellt auf die Anpassungs- und Neuerungsfähigkeit des TOB ab. Während die Anpassungsfähigkeit eines Kreditinstituts in die Richtung des technisch-organisatorischen Reaktionsvermögens auf von der Umwelt ausgelöste Datenänderungen zielt, bezieht sich die Neuerungsfähigkeit auf den umgekehrten Sachverhalt, nämlich gestaltend auf die Umwelt einwirken zu können.[54]

Als Gradmesser für die Entwicklung der wirtschaftlichen Lage eines Kreditinstituts dient vor allem die übergeordnete Zielkonzeption. Das Ausmaß der Zielerreichung gibt an, inwieweit das Kreditinstitut im Betrachtungszeitraum

---

[53] *Gebauer* (1991), S. 118-123; *Körnert* (2000), S. 387-393.

[54] *Deppe* (1980), S. XXIII; *Karbach* (1986), S. 1 u. 94; *Gebauer* (1991), S. 173-200 u. 223-236.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

seine Leistungsprozesse erfolgreich gestalten konnte. Für die endgültige Beurteilung der wirtschaftlichen Lage ist es jedoch von außerordentlicher Bedeutung zu wissen, ob mit der Zielerreichung möglicherweise Veränderungen in den Sicherheitsabständen zu den Existenzbedingungen einhergingen. Denn eine Erfüllung vorgegebener Ziele, die auf den ersten Blick positiv erscheint, stellt sich in zwiespältigem Licht dar, wenn man feststellen muß, daß dies nur unter Hinnahme eines reduzierten Sicherheitsabstandes zu den Existenzbedingungen möglich war.[55] Eine ganzheitliche, gesamtbetriebsbezogene Steuerung der Leistungsprozesse von Kreditinstituten muß sich demnach nicht nur um die Zielerreichung, sondern gleichzeitig auch um die Sicherheitsabstände zu den liquiditätsmäßig-finanziellen und zu den technisch-organisatorischen Existenzbedingungen kümmern. Konzeptionell ist dies – wie weiter oben angedeutet – in einem *geschäftspolitischen Gesamtergebnis* oder in einem *„magischen Dreieck"* verankerbar.[56] Einer ganzheitlicheren Unternehmensführung kann man aber teilweise schon dadurch Rechnung tragen, daß in der Zielkonzeption solche Kennzahlen verwendet werden, die – wie beim RORAC oder RAROC üblich – bereits Risikoaspekte verarbeiten.

E. Fazit

Das hier vorgestellte Managementkonzept Deppes zieht sich wie ein roter Faden auch durch zahlreiche Arbeiten des Jubilars Karl Lohmann. Es fußt unter anderem auf einem System produktiver Faktoren, das sich im Laufe der Zeit stufenweise herausbildete. Ausgehend vom volkswirtschaftlichen Faktorsystem entwickelte zuerst Gutenberg ein allgemein anerkanntes System produktiver Faktoren für die Betriebswirtschaftslehre. Spezifische Strukturen bei den Kosten und im Leistungserstellungsprozeß von Kreditinstituten ließen jedoch vor allem seitens der Bankbetriebslehre einen Innovationsbedarf erkennen, dem Deppe mit seinem im Vergleich zu Gutenberg modifizierten Faktorsystem konzeptionell und über die engen Fachgrenzen hinaus Rechnung trug.

Durch die von Deppe forcierte Einführung des monetären Faktors in zwei Qualitäten, nämlich in Zahlungs- und in Haftungsqualität, lag eine systembereichsorientierte Erfassung von Kreditinstituten auf der Hand. Der monetäre Faktor und die mit ihm im Zusammenhang stehenden Mechanismen geldlicher Dimension konstituieren dabei den liquiditätsmäßig-finanziellen Bereich (LFB) als einen der beiden Leistungsbereiche. Mit dem technisch-organisatorischen

[55] Der Zusammenhang zwischen den Sicherheitsabständen im Verständnis von Deppe und Risikomodellen zur Abschätzung der Verletzungswahrscheinlichkeit von Existenzbedingungen kann hier nicht weiter verfolgt werden, obwohl der Verfasser interessante Verknüpfungsmöglichkeiten sieht.

[56] *Karbach* (1986), S. 176-186; *Gebauer* (1991), S. 200-214; *Pretzsch* (1990), S. 91.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bereich (TOB) formte Deppe einen zweiten Leistungsbereich, der alle nichtmonetären Faktoren und die mit ihnen einhergehenden Mechanismen umfaßt. Beiden Leistungsbereichen ist der geschäftspolitische Bereich (GPB) als Steuerbereich übergeordnet, da er als Normenkatalog den Handlungen einen betriebswirtschaftlichen Sinn verleiht und diese auf eine Zielkonzeption hin ausrichtet. Die drei Analysebereiche GPB, LFB und TOB drücken die Systembereichsorientierung bei der konzeptionellen Erfassung von Kreditinstituten aus. Die leistungsflußorientierte Erfassung von Kreditinstituten basiert dagegen auf den klassischen betrieblichen Funktionen Beschaffung (Input), Kombination (Throughput) und Absatz (Output). Aufgrund der Tatsache, daß sich die betrieblichen Systembereiche und der betriebliche Leistungsfluß überlagern, entsteht eine Matrixstruktur, die nicht nur eine konzeptionelle Erfassung, sondern auch eine zielgerichtete Steuerung von Kreditinstituten erheblich erleichtert. Darüber hinaus sind Kreditinstitute als offene Subsysteme in die Geldwirtschaft integriert, denn ohne eine nachhaltige Berücksichtigung der wechselseitigen Verflechtungen von Kreditinstituten mit ihrer Umwelt sind fachgerechte Fortschritte bei der Umsetzung von Unternehmensstrategien kaum möglich.

Einige Besonderheiten im Leistungserstellungsprozeß von Kreditinstituten wurden hier aus Platzgründen nicht detaillierter besprochen oder sogar ganz vernachlässigt.[57] Solche Besonderheiten zentrieren nicht nur um die speziellen Merkmale der Marktleistungen von Kreditinstituten, wie beispielsweise die Stofflosigkeit und die Nichtlagerfähigkeit, sondern auch um Fragen einer zweckmäßigen Abgrenzung des Kundenbegriffs, um die immer wieder erwogene Einbeziehung eines sogenannten „externen Faktors" und um eine Zerlegung des bankbetrieblichen Kombinationsprozesses in Teilprozesse (Vor- und Endprozeß). Hinsichtlich dieser Fragestellungen besteht noch weiterer Forschungsbedarf. Darüber hinaus gilt es zu ergründen, inwieweit das hier vorgestellte Managementkonzept in der Lage ist, den in der aktuellen Diskussion befindlichen Managementkonzepten richtungweisende Impulse zu verleihen.

Literaturverzeichnis

Benner, W. (1978): Der liquiditätsmäßig-finanzielle Bereich (LFB) als Gegenstand der wissenschaftlichen Bankbetriebslehre. In: Bankbetriebliches Lesebuch. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Stuttgart, S. 341-390.

- (1983): Betriebliche Finanzwirtschaft als monetäres System. Göttingen.
- (1989): Betriebliche Prozesse, finanzwirtschaftliche Existenzbedingungen und finanzielles Gleichgewicht. In: Geldwirtschaft und Rechnungswesen. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen, S. 153-198.

[57] Vgl. hierzu mit weiteren Verweisen *Körnert* (2003), S. 145-149.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Benner, W. / *Liebau*, G. (Hrsg.) (1990): Finanzielle Haftung in der Geldwirtschaft. Stuttgart.

Bloech, J. (1993): Produktionsfaktoren. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Teilband 2. Hrsg. v. W. Wittmann u. a. 5. Aufl., Stuttgart, Sp. 3405-3415.

Bohr, K. (1979): Produktionsfaktorsysteme. Handwörterbuch der Produktionswirtschaft, Bd. VII. Hrsg. v. W. Kern. Stuttgart, Sp. 1481-1493.

Brösel, G. / *Rothe*, C. (2003): Zum Management operationeller Risiken im Bankbetrieb. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 55, S. 376-396.

Corsten, H. (2001): Dienstleistungsmanagement. 4. Aufl., München.

Deppe, H.-D. (1962): „Selbstkosten" – eine betriebswirtschaftlich gerechtfertigte Preisuntergrenze? In: Die Preisunterbietung im Wettbewerbsrecht. Hrsg. v. W. Fikentscher. 2. Aufl., Heidelberg, S. 86-114.

– (1964): Der Bankbetrieb als Gegenstand von Wachstumsanalysen. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 34, S. 353-381.

– (1968): Planung in Kreditinstituten. Vorträge auf der Betriebswirtschaftlichen Tagung der Sparkassenorganisation. Stuttgart, S. 1-17. Wiederabgedruckt in: Texte zur wissenschaftlichen Bankbetriebslehre I. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen 1980, S. 159-175.

– (1969): Bankbetriebliches Wachstum. Funktionalzusammenhänge und Operations Research in Kreditinstituten. Stuttgart.

– (1978): Eine Konzeption wissenschaftlicher Bankbetriebslehre in drei Doppelstunden. In: Bankbetriebliches Lesebuch. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Stuttgart, S. 3-98.

– (1980): Einführung des Herausgebers zu Heft 7a und 7b. In: Texte zur wissenschaftlichen Bankbetriebslehre I und II. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen, S. IX-XLVIII.

– (1989): Finanzielle Haftung heute – Obsoletes Relikt oder marktwirtschaftliche Fundamentalleistung? In: Geldwirtschaft und Rechnungswesen. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen, S. 199-228.

Deppe, H.-D. / *Lohmann*, K. (1989): Grundriß analytischer Finanzplanung. 2. Aufl., Göttingen.

Deutsche Bundesbank (2004): Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2003. „Monatsbericht September 2004", Jg. 56, Nr. 9, S. 15-41.

DPA, Deutsche Presseagentur (2000): Bundesaufsichtsamt ermahnt Direktbanken. „Die Welt" vom 26.2.2000, S. 21.

Gebauer, H. (1991): Technisch-organisatorische Existenzbedingungen und bankbetriebliche Geschäftspolitik. Göttingen.

Greenspan, A. (1989): Commercial Banks and the Central Bank in a Market Economy. „Auszüge aus Presseartikeln", Nr. 81 vom 12.10.1989, S. 1-5.

Gutenberg, E. (1983): Grundlagen der Betriebswirtschaftlehre, Bd. 1: Die Produktion. 24. Aufl., Berlin u. a.

– (1989): Zur Theorie der Unternehmung. Schriften und Reden von Erich Gutenberg. Aus dem Nachlaß. Hrsg. v. H. Albach. Berlin u. a.

Hartmann-Wendels, Th. / *Pfingsten*, A. / *Weber*, M. (2004): Bankbetriebslehre. 3. Aufl., Berlin u. a.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hax, H. (1997): Unternehmensfinanzierung und Theorie der Finanzmärkte. Zur Entwicklung der betriebswirtschaftlichen Finanzierungslehre nach Gutenberg. In: Entwicklung und Bedeutung der betriebswirtschaftlichen Theorie. Hrsg. v. H. Koch. Wiesbaden, S. 57-74.

Hein, M. (1969): Zur Entwicklung der theoretischen Bankbetriebslehre – zugleich eine Buchbesprechung. „Bank-Betrieb", Jg. 9, S. 298-304. [Wiederabgedruckt in: Texte zur wissenschaftlichen Bankbetriebslehre I. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen 1980, S. 177-194.]

– (1993): Einführung in die Bankbetriebslehre. 2. Aufl., München.

Heinen, E. (1966): Das Zielsystem der Unternehmung. Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen. Wiesbaden.

Horváth, P. (2003): Controlling. 9. Aufl., München.

Karbach, R. (1986): Automationsbedingte Veränderungen des Einsatzes menschlicher Arbeitskraft im Bankbetrieb und Konsequenzen für die bankbetriebliche Geschäftspolitik. Göttinger Dissertation.

Kistner, K.-P. (1993): Produktionsfunktion. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Teilband 2. Hrsg. v. W. Wittmann u. a. 5. Aufl., Stuttgart, Sp. 3415-3432.

Kleinaltenkamp, M. / *Haase*, M. (1999): Externe Faktoren in der Theorie der Unternehmung. In: Die Theorie der Unternehmung in Forschung und Praxis. Hrsg. v. H. Albach u. a., Berlin u. a., S. 167-194.

Körnert, J. (2000): Theorien über Dominoeffekte im Bankensystem – Darstellung, Kritik und Regulierungsansätze. In: Finanzielle Märkte und Banken – Innovative Entwicklungen am Beginn des 21. Jahrhunderts. Hrsg. v. J. Holst / M. Wilkens. Berlin, S. 365-399.

– (2001): Die Maximalbelastungstheorie Stützels als Beitrag zur einzelwirtschaftlichen Analyse von Dominoeffekten im Bankensystem. In: Wolfgang Stützel – Moderne Konzepte für Finanzmärkte, Beschäftigung und Wirtschaftsverfassung. Hrsg. v. H. Schmidt / E. Ketzel / St. Prigge. Tübingen, S. 81-103.

– (2003): Balanced Scorecard. Theoretische Grundlagen und Perspektivenwahl für Kreditinstitute. Berlin.

Körnert, J. / *Lohmann*, K. (1995): Der Eigenkapitalbeitrag. Eine unerläßliche Ergänzung der Erfolgsbeiträge nach der Marktzinsmethode zur Steuerung des Liquiditätsmäßigfinanziellen Bereichs von Kreditinstituten. „Freiberger Arbeitspapiere", o. Jg., H. 11.

– (2000): Ausgangspunkte eines systemorientierten Managements der Kundenzufriedenheit am Beispiel von Direktbanken. In: Banken im Wandel: Direktbanken und Direct Banking. Hrsg. v. H. Locarek-Junge / B. Walter. Berlin, S. 195-232.

Körnert, J. / *Wolf*, C. (2000): Marken-Fantasie im Internet Banking. „Die Bank", o. Jg., S. 744-747.

Kühl, H. (1967): Das marktpolitische Instrumentarium der Bank unter besonderer Berücksichtigung der Werbung. Göttinger Dissertation.

Liebau, G. (1989): Monetäre Leistungen und konzeptionelle Erfassung des Betriebs. In: Geldwirtschaft und Rechnungswesen. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen, S. 27-150.

– (1990): Finanzielle Haftung als wirtschaftliche Leistung und ihr Einsatz im betrieblichen Leistungsprozeß. In: Finanzielle Haftung in der Geldwirtschaft. Hrsg. v. W. Benner / G. Liebau. Stuttgart, S. 3-52.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Lohmann, K. (1970): Nichtlineare Modelle zur finanziellen Leistungsprogrammplanung von Kreditinstituten. Göttinger Dissertation.

– (1978): Zur Theorie der Planung optimaler Wertpapieranlagen von Geschäftsbanken. In: Bankbetriebliches Lesebuch. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Stuttgart, S. 429-452.

– (1989): Finanzmathematische Wertpapieranalyse. 2. Aufl., Göttingen.

– (1989a): Zur Schätzung betrieblicher Zinsänderungsrisiken am Beispiel des Bankbetriebs und zur Bewertung zinsabhängiger Optionen. In Geldwirtschaft und Rechnungswesen. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen, S. 313-332.

– (1990): Finanzielle Haftung im optionstheoretischen Modell. In: Finanzielle Haftung in der Geldwirtschaft. Hrsg. v. W. Benner / G. Liebau. Stuttgart, S. 165-228.

– (1995): Hans-Dieter Deppe zum 65. Geburtstag. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 47, S. 735 f.

– (1995a): Stochastische Modelle zur Bewertung künftiger Zahlungsleistungen in betriebswirtschaftlicher Sicht. Göttingen.

Meffert, H. / *Bruhn*, M. (2003): Dienstleistungsmarketing. 4. Aufl., Wiesbaden.

Ordelheide, D. (1999): Gutenbergs Typologie von den systemindifferenten und systembezogenen betrieblichen Handlungsmaximen. Versuch einer Konkretisierung für Betriebe im geteilten Deutschland. In: Die Theorie der Unternehmung in Forschung und Praxis. Hrsg. v. H. Albach u. a., Berlin u. a., S. 801-810.

Peachey, A. N. (2002): Great Financial Disasters of our Time. Berlin.

Pretzsch, Ch. (1990): Monetäre Leistungsprozesse der Unternehmen des Nichtfinanziellen Sektors. Göttingen.

Reus, P. (1989): Geldwirtschaftlicher Leistungsdualismus und Bankkostenrechnung. Göttingen.

– (1990): Zur Schuldendeckungspolitik von Betrieben des Nichtfinanziellen Sektors. In: Finanzielle Haftung in der Geldwirtschaft. Hrsg. v. W. Benner / G. Liebau. Stuttgart, S. 53-95.

– (1998): Merkmale und ökonomische Effekte elektronischer Märkte unter besonderer Berücksichtigung der Bankenmärkte. In: Banking und Electronic Commerce im Internet. Hrsg. v. Th. Burkhardt / K. Lohmann. Berlin, S. 47-82.

Rogler, S. (2000): Drohende Zahlungsunfähigkeit als neuer Insolvenzgrund. „Betrieb und Wirtschaft", H. 1, S. 27-32.

Schmidt, R. H. (1999): Erich Gutenberg und die Theorie der Unternehmung. In: Die Theorie der Unternehmung in Forschung und Praxis. Hrsg. v. H. Albach u. a., Berlin u. a., S. 59-91.

Schmidt, R. H. / *Terberger*, E. (1997): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie. 4. Aufl., Wiesbaden.

Schmidt, T. (1998): Grundlagen einer Systemtheorie des Finanzsektors. Vorstudien zur Erschließung der Theorie sozialer Systeme als interdisziplinäre Integrationsperspektive. Berlin.

Schönauer, F. (2000): Der Internet-Absturz. „Handelsblatt" vom 2.8.2000, S. 12.

Schöning, St. (1998): Entwicklung und Perspektiven der Distributionssysteme im Privatkundengeschäft der deutschen Kreditinstitute. München.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Schüler, W. (1999): Der „einheitliche Grund" als Ausgangspunkt betriebswirtschaftlicher Analysen. In: Die Theorie der Unternehmung in Forschung und Praxis. Hrsg. v. H. Albach u. a., Berlin u. a., S. 125-144.

Schweitzer, M. (1993): Produktion. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Teilband 2. Hrsg. v. W. Wittmann u. a. 5. Aufl., Stuttgart, Sp. 3328-3347.

Seibt, D. (1993): Informationsbetriebe. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Teilband 2. Hrsg. v. W. Wittmann u. a. 5. Aufl., Stuttgart, Sp. 1736-1748.

Seidenberg, U. (1998): Ist Information als eigenständiger Produktionsfaktor aufzufassen? Siegener Arbeitspapier des DBW-Depot-Beitrags: „Die Betriebswirtschaft", Jg. 58, S. 549 f.

Troßmann, E. (1993): Rezension zu H.-D. Deppe / K. Lohmann: Grundriß analytischer Finanzplanung. 2. Aufl., Göttingen 1989. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 45, S. 195 f.

– (1993a): Kostentheorie und Kostenrechnung. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Teilband 2. Hrsg. v. W. Wittmann u. a. 5. Aufl., Stuttgart, Sp. 2385-2401.

Weber, H. K. (1980): Zum System produktiver Faktoren. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 32, S. 1056-1071.

Windsperger, J. (1999): Die Entwicklung der Unternehmenstheorie seit Gutenberg. In: Die Theorie der Unternehmung in Forschung und Praxis. Hrsg. v. H. Albach u. a., Berlin u. a., S. 145-166.

Wittkowski, B. (2002): Manifest der Bankenkrise. „Auszüge aus Presseartikeln", Nr. 43 vom 19.9.2002, S. 2 f.

Wittmann, W. (1959): Unternehmung und unvollkommene Information. Unternehmerische Voraussicht – Ungewißheit und Planung. Köln.

– (1980): Information. In: Handwörterbuch der Organisation. Hrsg. v. E. Grochla. 2. Aufl., Stuttgart, Sp. 894-904.

Zelewski, St. (1999): Grundlagen. In: Betriebswirtschaftslehre. Hrsg. v. H. Corsten / M. Reiß. 3. Aufl., München u. Wien, S. 1-125.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Quantifizierung des operationellen Risikos – die Quadratur des Kreises?

Von Hermann Locarek-Junge und Lars Hengmith

A. Einleitung

Operationelle Risiken stellen in Banken nach dem Kreditrisiko den bedeutendsten Risikobereich dar.[1] Deren Bedeutung ist in den letzten Jahren vor allem durch die steigende Komplexität von Bankprozessen sowie durch die Automatisierung dieser Prozesse aufgrund verstärkter IT-Einbindung gewachsen. Nicht zuletzt daraus resultiert das Interesse, diese Risiken – soweit möglich – unter Kontrolle zu haben. Nun sind in den letzten Jahren die Modelle zur Messung von Marktpreisrisiken und Ausfallrisiken entscheidend weiterentwickelt worden, so daß man annehmen kann, mit dem dort gewonnenen Know-How und entsprechenden Bemühungen die Modelle zur Messung des operationellen Risikos analog zu verbessern.[2] Der Charakter des operationellen Risikos ist jedoch so grundsätzlich verschieden von diesen anderen beiden Risikoarten, daß man kritisch untersuchen muß, ob das Quantifizieren dieses Risikos sinnvoll ist.

Um dies zu beurteilen, sind zunächst die Ziele der Quantifizierung näher zu betrachten. Wesentliche Ziele sind:

- Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung,
- ökonomischer beziehungsweise prioritätsorientierter Mitteleinsatz für das Risikomanagement und
- Aufdecken von konkretem Handlungsbedarf.

Zur Bestimmung der Höhe der Eigenkapitalunterlegung ist eine Quantifizierung unerläßlich. Um einen sinnvollen Mitteleinsatz zu gewährleisten und um konkreten Handlungsbedarf aufzudecken, ist es dagegen nicht unbedingt erforderlich, die betragsmäßige Höhe des Risikos zu kennen – hier kann man sich auch mit ordinalen Risikoeinstufungen oder Ampelsystemen etc. behelfen.

---

[1] Vgl. z. B. *Boos/Schulte-Mattler* (2001), S. 549, oder *Cruz* (2002), S. 1.

[2] Vgl. *Buhr* (2000), S. 202.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Gemäß Stahl gibt es drei Möglichkeiten, auf Störungen zu reagieren:[3]

- den passiven Puffer,
- die Rückkopplung und
- die Vorwärtskopplung.

Die Eigenkapitalunterlegung ist laut dieser Einstufung ein passiver Puffer, der die Störungseinflüsse dämpft. Die Rückkopplung (aktive Kompensierung von Störungen, nachdem diese das System beeinflußt haben) und die Vorwärtskopplung (aktive Kompensierung von Störungen, bevor diese das System beeinflußt haben) sind meist wesentlich wirkungsvoller und verlangen nicht notwendigerweise eine monetäre Quantifizierung des Risikos. Hier ist es eher von Bedeutung, daß die Risikoursachen erkannt und Handlungsmöglichkeiten aufgedeckt werden. Dennoch würde die Zielerreichung verbessert, wenn die Risiken quantifiziert werden könnten, da so die Einstufung der Dringlichkeit und die Bewertung von Handlungsalternativen vereinfacht würden.

Im folgenden werden verschiedene Kritikpunkte untersucht, die mit der Quantifizierung des operationellen Risikos einhergehen. Im ersten Teil dieses Artikels werden allgemeine Aspekte angesprochen, die aus Gründen der Übersichtlichkeit in aus menschlichen Schwächen resultierende und im Charakter dieser Risikoart inhärente Aspekte unterteilt sind. Im zweiten Teil werden dann die vom Baseler Ausschuß vorgeschlagenen Methoden zur Risikomessung näher untersucht.

B. Allgemeine Aspekte der Messung operationeller Risiken

Die allgemeinen Aspekte, die bei der Messung operationeller Risiken zu beachten sind, lassen sich grob in aus menschlichen Schwächen resultierende und in im Charakter der Risikoart inhärente Punkte unterteilen.

Aus menschlichen Schwächen resultierend bedeutet, daß diese Aspekte aus der begrenzten Wahrnehmung der Individuen resultieren, beziehungsweise daß hier die Gefahr einer Fehlsteuerung besteht. Dazu zählt zum Beispiel, daß durch die Risikoquantifizierung der Eindruck rechnerischer Objektivität entsteht, der durch subjektive Bestandteile der Berechnung nicht gerechtfertigt ist,[4] und der somit die Gefahr der Fehleinschätzung des Risikos in sich birgt. Analog kann auch eine objektive Berechnung dazu führen, daß die Genauigkeit der ermittelten Zahl überschätzt wird.[5] So kann ein falscher Eindruck über die Risikositua-

[3] Vgl. *Stahl* (2004).
[4] Vgl. BSI (2000), S. 44.
[5] Vgl. *Holmes* (2003b), S. 87.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tion der Bank entstehen, was zur Folge haben kann, daß die Komplexität des Risikos unterschätzt und lediglich die Minimierung der durch das Modell errechneten Zahl angestrebt wird.[6]

Weiterhin haben Erfahrungen gezeigt, daß bei der Erfassung von Verlustdaten schwerpunktmäßig Daten aus einem bestimmten Geschäftsbereich beziehungsweise eines Verlusttyps erfaßt werden.[7] Das kann einerseits daran liegen, daß hier besonders viele Verlustfälle auftreten, aber es kann andererseits auch damit zusammenhängen, daß diese Vorfälle leicht erfaßbar und quantifizierbar sind. Hier besteht dann die Gefahr, daß sich das Risikomanagement auf diese leicht erfaßbaren Schadensfälle (bevorzugt häufig auftretende mit geringem Ausmaß) konzentriert. Es ist nachvollziehbar, daß der Risikomanager den Einsatz von Ressourcen bei einer entsprechenden Datenhistorie besser begründen kann, und hier Erfolge besser sichtbar werden, dennoch sind es gerade die selten auftretenden aber hohen Verlustfälle, welche die Existenz der Bank bedrohen und zur Eigenkapitalunterlegung operationeller Risiken geführt haben.

Ebenso kann es zum Fehleinsatz von Ressourcen kommen. Das ist dann der Fall, wenn sie in umfangreichem Maße zur Quantifizierung des operationellen Risikos eingesetzt werden, obwohl es durchaus sein kann, daß die angestrebte Modellqualität aufgrund der (auch im folgenden dargestellten) spezifischen Charakteristika dieser Risikokategorie überhaupt nicht erreichbar ist. Hier wären die Ressourcen eventuell sinnvoller bei anderen Aufgaben des Risikomanagements eingesetzt.[8]

Eine weitere Fehlsteuerung kann darin bestehen, daß zusätzlich aufgedeckte Risiken quasi bestraft werden durch die Unterlegung mit Eigenkapital.[9] Werden zu wenig Risiken aufgedeckt, kann es allerdings sein, daß das Modell zur Risikoquantifizierung abgelehnt und die Eigenkapitalunterlegung auf Basis eines einfacheren Ansatzes (Basisindikator-/Standardansatz) berechnet wird.[10] Das führt in der Regel zu einer höheren Unterlegung, da bei diesen einfachen Ansätzen Kontrollen und Risikosteuerungsmaßnahmen nicht in die Berechnung eingehen, zum Beispiel darf hier die risikomindernde Wirkung von Versicherungen nicht berücksichtigt werden.[11] Da jedoch aufgrund der schwierigen Datenlage (vor allem bei selten auftretenden Verlusten) ein unvollständiges Modell nur schwer als solches erkannt wird, ist der Anreiz zum Verbergen einzelner Risiken als relativ hoch einzuschätzen. Auch auf Abteilungsebene kann es sein,

---

[6] Vgl. *Holmes* (2003b), S. 87.

[7] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2003a), S. 2.

[8] Vgl. *Holmes* (2003b), S. 87.

[9] Vgl. *Holmes* (2003b), S. 87.

[10] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2003b), S. 10.

[11] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2003b), S. 11.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

daß Bereiche, die ihre Risiken kennen und melden, als riskanter und somit schlechter gelten als Bereiche, die nur wenige Risiken melden.[12] Das liegt zum großen Teil darin begründet, daß viele Risiken nur durch Self-Assessments der betroffenen Bereiche erkennbar sind.

Und schließlich ist zu beachten, daß operationelle Risiken schon immer „gemanaged" worden sind. Neu am Baseler Ansatz ist lediglich die Quantifizierung des gesamten Risikos. Bisher wurden die Risiken eher von den betroffenen Bereichen selbst gesteuert, um auf einem aus Sicht des Bereiches akzeptablem Niveau zu bleiben, nur selten gab es ein einheitliches Risikokonzept.[13] Durch die neuen Regelungen werden die Banken praktisch zu einem ganzheitlichen Ansatz gezwungen, wodurch das Risikoniveau der Bank besser kontrolliert werden soll. Dieses Vorgehen bringt aber auch die Gefahr mit sich, daß vom Management „top-down" ein neues Risikokonzept eingeführt wird, welches nicht mit den bereits bewährten Teillösungen der Bereiche übereinstimmt und Bewährtes über Bord wirft.

Im Charakter der Risikoart inhärente Probleme sind untrennbar mit dem operationellen Risiko verbunden und lassen sich auch durch die Lösung der aus menschlichen Schwächen resultierenden Probleme nicht umgehen. Holmes nennt hierzu drei wesentliche Aspekte: [14]

- Das Fehlen einer äquivalenten Risikoposition: Im Gegensatz zum Marktpreis- und Kreditrisiko ist das operationelle Risiko kein Ergebnis einer bestimmten Transaktion, sondern implizit im gesamten Geschäftsbetrieb enthalten.[15]
- Die Vollständigkeit des Risikoportfolios: Meist versucht man, Risiken aufgrund von Verlustfällen zu identifizieren, teilweise auch durch Self-Assessments, Expertenschätzungen etc. Damit kann nicht sichergestellt werden, daß sämtliche Risiken erfaßt sind; das ist besonders kritisch bei selten auftretenden, hohen Verlustfällen.

---

[12] Vgl. *Holmes* (2003b), S. 87.

[13] Hierbei waren aber z. T. auch zentrale bzw. gesetzliche Vorgaben zu beachten (z. B. die Installation einer einheitliche Virenschutz-Software aufgrund von Vorgaben der Unternehmensleitung oder eine schriftliche Notfallplanung gem. den Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute).

[14] Vgl. *Holmes* (2003b), S. 84.

[15] Man könnte argumentieren, daß das Unternehmen selbst die Risikoposition ist. Da jedoch – wie bereits erwähnt – bisher noch kein Nachweis zwischen der Höhe des operationellen Risikos und der Unternehmensgröße gebracht wurde, nützt diese Erkenntnis im Hinblick auf die Risikomessung wenig. Vor allem für einzelne Bereiche des operationellen Risikos (z. B. Personalrisiken) ist es außerdem schwierig oder unmöglich, eine äquivalente Risikoposition zu bestimmen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- Die Kontextabhängigkeit und die Relevanz der Verlustdaten: Die Wahrscheinlichkeit und die Höhe von operationellen Verlustfällen sind in hohem Maße vom aktuellen Umfeld abhängig.

Ausgehend von diesen Punkten kann man feststellen, daß vor allem die Wahrscheinlichkeit für sehr hohe operationelle Verluste ungleich schwieriger zu bestimmen ist als in den beiden anderen Risikokategorien: Dadurch, daß beim Marktpreis- und beim Kreditrisiko die Risikopositionen bekannt sind und auch relativ leicht gekauft beziehungsweise verkauft werden können, weiß die Bank, wo die Verluste auftreten können, und es kann der Diversifizierungseffekt genutzt werden. Extreme Verluste können hier in der Regel nur auftreten, wenn mehrere Positionen gleichzeitig ausfallen beziehungsweise an Wert verlieren. Beim operationellen Risiko kann bereits ein Verlustfall zu Extremwerten führen, und aufgrund der Komplexität dieser Risikokategorie können diese Verlustfälle in unterschiedlichsten Bereichen und Erscheinungsformen auftreten. Ein weiterer Nachteil für die Risikoquantifizierung ist die Abgrenzbarkeit zu den anderen Risikokategorien. Das kann zum einen der Fall sein, wenn operationelle Fehler zu einer falschen Bestimmung der Höhe des Kredit- beziehungsweise Marktpreisrisikos führen,[16] zum anderen kann aufgrund des Fehlverhaltens von Mitarbeitern (zum Beispiel durch nicht genehmigten Kauf von Wertpapieren) das Marktpreisrisiko steigen, oder das Kreditrisiko erhöht sich durch Fehler im Kreditvergabeprozeß. Wenn diese Vorfälle zu Verlusten führen ist es schwierig zu klären, welcher Anteil des Verlustes in welche Risikokategorie fällt.

Im folgenden werden die Ansätze zur Bestimmung der Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos näher betrachtet. In der überarbeiteten Rahmenvereinbarung des Baseler Ausschusses vom Juni 2004 werden für die fortgeschrittenen Meßverfahren weder Verfahren noch Verteilungsannahmen spezifiziert, da die Entwicklung dieser Ansätze noch andauert.[17] Hier werden deshalb die in den vorangegangenen Veröffentlichungen des Baseler Ausschusses diskutierten Ansätze (Verlustverteilungs-, Scorecard- und Interner Bemessungsansatz) betrachtet.

C. Verlustverteilungsansatz

Zu den fortgeschrittensten Ansätzen, von denen die genaueste Bestimmung der Höhe des Risikos erwartet wird, gehört der Verlustverteilungsansatz (Loss Distribution Approach).[18] Er basiert auf dem Value-at-Risk-Konzept für Marktpreisrisiken, das die Höhe des Verlustes angibt, die mit einer vorgegebenen

[16] Vgl. *Cruz* (2002), S. 28.

[17] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2004), S. 165.

[18] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2001a), S. 11.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wahrscheinlichkeit in einem bestimmten Zeitraum nicht überschritten wird. Dieses Konzept wurde als Operational Value-at-Risk auf die operationellen Verluste angepaßt.[19] Anhand von internen Daten werden die Dichtefunktionen für die Verlusthöhe und die Verlusthäufigkeit ermittelt; diese werden dann zu einer Gesamtverlustverteilung aggregiert.[20]

Der Vorteil dieses Ansatzes besteht darin, daß man eine leicht interpretierbare Größe erhält, die sich relativ einfach in eine Eigenkapitalanforderung umrechnen läßt, und die theoretisch den bankspezifischen Gegebenheiten Rechnung trägt. Die Nachteile (hohe Datenanforderungen, risikotheoretische Aspekte und sonstige Aspekte) werden im folgenden erläutert.

I. Datenbasierte Aspekte

Besonders die Datenverfügbarkeit stellt eine hohe Herausforderung zur korrekten Ermittlung des Risikoniveaus dar. Die Verlustdaten spielen bei der Quantifizierung eine große Rolle, da sie nicht auf subjektiven Einschätzungen beruhen und Ausdruck des tatsächlich vorhandenen Risikos sind. Vor allem im Vergleich zum Marktpreisrisiko, aber auch im Vergleich zum Kreditrisiko, ist die Sammlung von Verlustdaten beim operationellen Risiko wesentlich problematischer. Hier ist es bereits eine Herausforderung, sämtliche Risiken zu erkennen.[21]

Auch aufgrund der hohen Bedeutung von seltenen, aber schweren Verlusten[22] ist es notwendig, sämtliche verfügbaren Verlustdaten zu berücksichtigen. Das bedeutet, daß die internen durch externe Daten zu ergänzen sind, die dabei auf die Spezifika des Kreditinstituts skaliert werden müssen.[23] Diese Skalierung ist jedoch nicht trivial und öffnet unweigerlich die Tür für Subjektivität und Ungenauigkeit.[24] Zur Übernahme der externen Verlustfälle sind umfangreiche Zusatzinformationen notwendig, damit deren Relevanz für das eigene Kreditinstitut möglichst genau abgeschätzt werden kann,[25] aber auch bei guter Datenlage ist es meist nicht möglich, eine objektive Aussage zu treffen. Die Eignung der Unternehmensgröße als Indikator für das Ausmaß des operationellen Risikos –

---

[19] Vgl. z. B. *Cruz* (2002), S. 101 ff.

[20] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2001a), S. 11.

[21] Vgl. *Faisst/Kovacs* (2003), S. 346.

[22] Vgl. *Güllich/Manser/Wegmann* (2003), S. 3.

[23] Vgl. *Jörg/Roßbach* (2002), S. 82.

[24] Vgl. *van den Brink* (2003), S. 5.

[25] Einige Schadensfälle können z. B. vielleicht aufgrund von Struktur-/Organisationsunterschieden im eigenen Institut überhaupt nicht oder nur mit sehr geringer Wahrscheinlichkeit auftreten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und somit als Skalierungsfaktor – konnte bisher noch nicht nachgewiesen werden.[26] Es wurde festgestellt, daß Banken in einem Datenkonsortium systematisch Verluste aus bestimmten Kategorien nicht melden, auch wenn es sich um betragsmäßig hohe Verluste handelt, was zu einem gewissen Selection Bias führt.[27] Dadurch, daß die Mitglieder des Datenkonsortiums die Beiträge der anderen Mitglieder hinsichtlich ihrer Vollständigkeit und Qualität nicht überprüfen können, haben einzelne Banken eventuell kein Interesse, ihre Daten einzupflegen, aber dennoch ein großes Interesse daran, die gesammelten Daten zu nutzen. Dieser Interessenkonflikt kann sich ebenfalls negativ auf die Datensammlung auswirken.

Neben den internen und externen Schadensfällen liefern aber auch kritische Ereignisse, die jedoch nicht zu einem Verlust geführt haben, wertvolle Informationen über bestehende Risiken.[28] Aus Erfassungsgesichtspunkten ist es ein Nachteil, daß kein Schaden entstanden ist, denn so sind die Verantwortlichen eventuell bemüht, den Vorfall zu verheimlichen beziehungsweise herunterzuspielen.[29] Dieses Problem könnte man durch eine höhere Prozeßtransparenz, durch ein unabhängiges Überwachungsorgan oder durch das Vier-Augen-Prinzip abschwächen. Die schwierigste Aufgabe für das Management wird darin bestehen, die Mitarbeiter soweit zu sensibilisieren, daß sie sämtliche erfassungsrelevanten Near Misses als solche erkennen.

Die Abschätzung der Wahrscheinlichkeit und des Ausmaßes hoher Verluste wird nicht nur durch deren Seltenheit erschwert, sondern auch durch die Komplexität ihrer möglichen Ursachen und Auswirkungen. So können zum Beispiel einige kleinere Fehler oder Zufälle durch ihr Zusammenwirken die Störung eines Kernprozesses zur Folge haben – hier auch nur annähernd sämtliche Ursachen zu erfassen ist unmöglich. Der entstandene Schaden hängt dann ab vom Umfang der Beeinträchtigung und von der Bedeutung des Prozesses, sowie von vorhandenen Alternativen beziehungsweise Redundanzen; aber auch schwer kalkulierbare Faktoren wie Vertrauensverlust und Unzufriedenheit der Kunden wirken negativ auf zukünftige Gewinne und müssen als Verlust berücksichtigt werden.

Generell kann man feststellen, daß die Sammlung der Verlustdaten beim operationellen Risiko wesentlich anspruchsvoller ist, und dieser Prozeß selbst mehr Risiken birgt, als bei den Marktpreis- und Kreditrisiken. Es stellt bereits eine Herausforderung dar, sämtliche Verluste (vor allem indirekte, zum Beispiel durch einen Serverausfall) als solche zu erkennen und an eine zentrale Stelle zu

---

[26] Vgl. *Boos/Schulte-Mattler* (2001), S. 551.

[27] Vgl. *Güllich/Manser/Wegmann* (2003), S. 3.

[28] Vgl. *Güllich/Manser/Wegmann* (2003), S. 2.

[29] Vgl. *Hengmith* (2004), S. 54.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

melden. Hier ist man auf das Know-how und das Risikobewußtsein von Mitarbeitern aus fast allen Unternehmensbereichen angewiesen, während beim Kredit- und Marktpreisrisiko nur Mitarbeiter involviert sind, zu deren zentralen Aufgabenbereichen die Messung und Steuerung dieses Risikos gehört.

Auch in einer großen Verlustdatenbank hat man nur ein Abbild der Vergangenheit. Risiken, die bisher noch nicht schlagend geworden sind, können so nicht erfaßt werden.[30] Das gilt insbesondere bei Änderungen in der Organisation, zum Beispiel durch neue Geschäftsfelder, durch welche die Risikosituation stark beeinflußt wird – die gesammelten Daten haben somit nur noch eine begrenzte Aussagekraft.[31]

Bei den Marktpreis- und Kreditrisiken existiert das Problem der Vergangenheitsorientierung der Daten ebenfalls, aber hier wiegt es aufgrund einer besseren Datenverfügbarkeit weniger schwer. Das liegt vor allem in der Komplexität operationeller Risiken begründet: Für Marktpreisrisiken stehen fast kontinuierlich Daten zur Verfügung, und die verschiedenen Wertpapiere können mit relativ einfachen Mitteln vergleichbar gemacht werden (zum Beispiel über den Beta-Faktor). Auch für Kreditrisiken ist der Aufbau einer Datenhistorie vergleichsweise einfach – anhand einer überschaubaren Anzahl von Merkmalen (zum Beispiel Bilanzkennzahlen) können die Kredite klassifiziert und hinsichtlich ihrer Ausfälle beobachtet werden, so daß anhand der Klassifizierung relativ gute Risikoeinschätzungen möglich sind. Auch ändern sich die Klassen nicht rigoros im Zeitablauf, sondern es ist durchaus möglich, mit Hilfe von Modellen, die auf 10 bis 20 Jahre alten Daten beruhen, auch die Bonität heutiger Kreditnehmer zu beurteilen.

Aufgrund der mangelhaften Datenverfügbarkeit sind auch die Modelle zur Messung operationeller Risiken schwieriger aufzustellen und vor allem schwieriger zu validieren[32] und an geänderte Umweltbedingungen anzupassen, als dies bei Marktpreis- oder Kreditrisiken der Fall ist. Der Value-at-Risk ist vor allem von den hohen Verlusten abhängig, wodurch sich das Problem der Datenverfügbarkeit verstärkt. Hier behilft man sich in der Regel, indem man von häufig auftretenden, niedrigen Verlusten auf die Wahrscheinlichkeit der hohen Verluste schließt. Diese Vorgehensweise ist aufgrund der Komplexität dieser Risikokategorie sehr fraglich: Es ist möglich, daß die niedrigen Verluste in völlig anderen Bereichen und unter anderen Bedingungen eintreten als die hohen Verluste, so daß Informationen über erstere keinen Rückschluß auf die Wahrscheinlichkeit der hohen Verluste ermöglichen. Hinzu kommt, daß ein bereits eingetretener, großer Schadensfall zu Änderungen in der Organisationsstruktur füh-

[30] Vgl. *Röckle* (2002), S. 93.
[31] Vgl. *Cruz* (2002), S. 157.
[32] Vgl. *Holmes* (2003b), S. 84.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ren wird, so daß ein nochmaliges Auftreten dieses Ereignisses sehr unwahrscheinlich oder unmöglich ist.[33] Das gilt auch für externe Daten, die meist als Schlüssel zur Behebung der Datenproblematik bei Extremwerten gesehen werden: Wird hierdurch ein hohes Risiko aufgedeckt, werden mit Sicherheit Steuerungsmaßnahmen eingeleitet, damit der Fall im eigenen Institut nicht auftreten kann, oder nur mit deutlich geringerer Wahrscheinlichkeit.

II. Risikotheoretische Aspekte

Die theoretischen Schwächen des Value-at-Risk-Ansatzes rühren im wesentlichen daher, daß die Höhe der Überschreitung des Schwellwertes nicht berücksichtigt wird. Es ist auf Basis eines Value-at-Risk von 1.000 € bei einem Konfidenzintervall von 99 Prozent für einen Tag zum Beispiel nicht möglich zu sagen, ob in dem 1 Prozent Überschreitungswahrscheinlichkeit 1.001 € oder 1 Million € verloren gehen. Das führt unter anderem dazu, daß der Value-at-Risk kein kohärentes Risikomaß gemäß den Axiomen von Artzner et al. darstellt, da er die Bedingung der Subadditivität nicht erfüllt.[34] Das bedeutet, daß bei Anwendung des Value-at-Risk das aufaddierte Risiko zweier Positionen kleiner sein kann als das Risiko des Portfolios aus beiden Positionen. Demzufolge kann es zu Unstimmigkeiten bei der Risikomessung kommen.

So kann die Festlegung des Konfidenzniveaus einen Einfluß auf die Ordnung riskanter Portfolios mittels Value-at-Risk haben.[35] Betrachtet man zum Beispiel die beiden Portfolios a und b aus der folgenden Tabelle:

Tabelle 1

Wahrscheinlichkeitsverteilung der Zustände für die Portfolios a und b

		Wahrscheinlichkeiten	
Zustand	*Wert*	*Portfolio a*	*Portfolio b*
1	-10	1%	1,5%
2	-8	2%	1%
3	-6	0%	0,5%
4	+10	97%	97%

[33] Vgl. *Stickelmann* (2002), S. 8.

[34] Vgl. hierzu und im folgenden *Artzner et al.* (1999), S. 209 u. 216 ff.

[35] Vgl. *Szegö* (2002), S. 1261.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bei einem Konfidenzniveau von 99 Prozent beträgt der Value-at-Risk von Portfolio a 8, der von Portfolio b 10, wird das Konfidenzniveau hingegen auf 97,5 Prozent gesetzt, bleibt der Value-at-Risk von a bei 8, der Value-at-Risk von b verringert sich aber auf 6. Im ersten Fall wäre also b riskanter, im zweiten a, und das lediglich durch die externe Vorgabe unterschiedlicher Konfidenzniveaus, die das Risiko einer Position nicht beeinflussen können.

Weiterhin haben Guthoff/Pfingsten/Wolf gezeigt, daß Risikolimitierung mittels Value-at-Risk dazu führen kann, daß eine Bank gezwungen ist, ein riskanteres Geschäft zu wählen.[36] Das heißt ein Geschäft könnte durch die Limitierung verboten sein, daß *alle* Investoren mit einer steigenden, konkaven Nutzenfunktion (also auch extrem risikoaverse) vorziehen würden – also kann eine Reduzierung des Value-at-Risk einer Position mit einer Erhöhung des Risikos einhergehen!

III. Sonstige Aspekte

Generell ist die Wiedergabe einer komplexen Risikosituation in einer Zahl problematisch. Der Operational Value-at-Risk-Ansatz ist weniger geeignet, Aussagen über die Prozeßqualität zu treffen und konkrete Handlungsempfehlungen zu geben.[37]

Die Implementierung des Ansatzes zur Ermittlung des Operational Value-at-Risk ist sehr aufwendig und erfordert umfangreiches Know-how, wodurch er für viele Mitarbeiter nur schwer nachvollziehbar wird.[38] Das kann zu Akzeptanzproblemen führen. Außerdem ist bei einem komplexen Ansatz wie diesem die Fehleranfälligkeit relativ hoch, wodurch er selbst zu einer Quelle operationellen Risikos wird.

D. Scorecard-Ansatz

Eine weitere Variante der fortgeschrittenen Ansätze stellt der Scorecard-Ansatz dar. Dieser bestimmt ein ursprüngliches Risikoniveau des Unternehmens, welches dann im Zeitverlauf entsprechend der Veränderung des Risikoprofils sowie des Kontrollumfelds angepaßt wird.[39] Das erfolgt in der Regel durch die Beobachtung der Entwicklung von Risikofaktoren, von denen vermutet wird, daß sie einen direkten Einfluß auf die Risikosituation haben. Dadurch

---

[36] Vgl. *Guthoff/Pfingsten/Wolf* (1998), S. 129 ff.

[37] Vgl. *Minz* (2004), S. 142 f.

[38] Vgl. *Minz* (2004), S. 142 f.

[39] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2001b), S. 34 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wird die Vergangenheitsorientierung der ausschließlich auf historischen Daten beruhenden Methoden vermieden, da zum Beispiel risikosenkende Maßnahmen sofort berücksichtigt werden können.[40] Außerdem stellen die Risikofaktoren ein gutes Hilfsmittel für die Risikosteuerung dar, da sie eine Aussage über die Wirksamkeit geplanter Steuerungsmaßnahmen ermöglichen und eventuell auch dringenden Handlungsbedarf aufzeigen.[41]

Eine erste Hürde stellt die Ermittlung des ursprünglichen Risikoniveaus dar. Dazu werden meist Verlustdaten benötigt, womit auch hier die in Abschnitt C. angeführten Kritikpunkte zum Tragen kommen.

Die Robustheit des Scorecard-Ansatzes hängt auch im wesentlichen von der Verfügbarkeit aussagekräftiger Risikofaktoren ab. Auf der Basis von umfangreichem verfügbarem Datenmaterial kann man unter Umständen auf Ursache-/Wirkungszusammenhänge schließen. Das birgt den Nachteil, daß man nicht weiß, *warum* dieser Faktor dieses Risiko beeinflußt, sondern das System als Black-Box betrachtet. In der Regel stehen aber nicht ausreichend Daten für diese Vorgehensweise zur Verfügung, so daß subjektive Einschätzungen über Zusammenhänge verwendet werden müssen, die jedoch sehr ungenau sein können.[42] Besonders kritisch ist die Einschätzung der Wirksamkeit von Steuerungsmaßnahmen zu betrachten, die, vor allem bei größeren strukturellen Änderungen, Gefahr laufen, eher dem Wunschdenken der Verantwortlichen als der Realität zu entsprechen. Auch kann es vorkommen, daß ein einmal erkannter Zusammenhang zwischen Risikofaktor und Risiko nicht stabil ist, sondern sich im Zeitablauf verändert.[43]

Der Scorecard-Ansatz kann das Management dazu verleiten, lediglich die Risikofaktoren zu betrachten und zu steuern, anstatt die tatsächlichen Ursachen des Risikos zu erforschen.[44] Einfache Varianten dieses Ansatzes können schnell und kostengünstig implementiert werden, doch das Aufstellen eines aussagekräftigen Modells ist sehr komplex und aufwendig.[45]

---

[40] Vgl. *Stickelmann* (2002), S. 34.

[41] Vgl. *Hengmith* (2004), S. 60.

[42] Vgl. *Münchbach* (2001), S. 149 f.

[43] Vgl. *Münchbach* (2001), S. 149 f.

[44] Vgl. *Faisst/Kovacs* (2003), S. 345.

[45] Auch wenn das Modell selbst möglichst einfach gehalten werden sollte: *Marshall* empfiehlt, nicht mehr als 2 bis 4 interne und 2 bis 3 externe Faktoren zu verwenden. Vgl. *Marshall* (2001), S. 161 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

E. Interner Bemessungsansatz

Der Interne Bemessungsansatz zählt ebenfalls zu den fortgeschrittenen Meßverfahren. Bei ihm werden die Bankaktivitäten in eine Reihe von Geschäftsfeldern gegliedert.[46] Dann werden Verlusttypen definiert, so daß für jede Geschäftsfeld/Verlusttyp-Kombination ein regulatorisch festgelegter Exposure-Indikator (EI) angegeben werden kann. Der EI gibt an, in welchem Maße das Geschäftsfeld dem betreffenden Risiko ausgesetzt ist. Auf der Basis von Verlustdaten wird dann die Wahrscheinlichkeit eines Verlustfalles („probability of loss event" – PE) bestimmt sowie die Höhe des Verlustes bei einem Verlustfall („loss given event" – LGE). Das Produkt EI*PE*LGE ergibt den erwarteten Verlust („expected loss" – EL) für jede Geschäftsfeld/Verlusttyp-Kombination. Von Seiten des Regulators wird dann für jede dieser Kombinationen ein Faktor (=„Gamma Term") festgelegt, der den EL umrechnet in benötigtes Eigenkapital.

Bei diesem Ansatz besitzen die Banken weniger Spielraum als beim Verlustverteilungs- oder beim Scorecard-Ansatz, da sowohl die Geschäftsfelder und Verlusttypen, als auch der EI und der Gamma-Term von der Aufsichtsbehörde vorgegeben werden. Lediglich Verlusthöhe und Verlustwahrscheinlichkeit werden von den Banken aufgrund von Verlustdaten selbst ermittelt. Dadurch ist die Komplexität der beiden vorgenannten Ansätze deutlich reduziert, und die Vergleichbarkeit der Risiken von verschiedenen Banken wird erhöht. Außerdem ist dieser Ansatz einfacher zu implementieren. Das wird allerdings erkauft durch die Reduktion der Spezifität: Da das operationelle Risiko, wie bereits erwähnt, stark kontextabhängig ist, kann es sein, daß durch diese Vereinfachungen[47] bankspezifische operationelle Risiken weniger Einfluß auf die Risikomessung haben als im Verlustverteilungs- oder im Scorecard-Ansatz. Ein zusätzlicher Kritikpunkt besteht darin, daß die vorgeschlagenen Verlusttypen wirkungsbezogen sind (zum Beispiel Wertberichtigungen, Verlust/Beschädigungen von Anlagen etc.),[48] wobei aus Sicht der Risikosteuerung eine Gliederung nach den Ursachen wesentlich sinnvoller wäre. Da auch beim internen Bemessungsansatz bankinterne Verlustdaten zur Bestimmung des Risikos herangezogen werden, gelten (abgesehen von den hier genannten Punkten) die gleichen Kritikpunkte wie beim Verlustverteilungsansatz.

---

[46] Vgl. hierzu und im folgenden: Basel Committee on Banking Supervision (2001a), S. 8 ff.

[47] D. h. durch die zentrale Vorgabe von Verlusttypen, Geschäftsfeldern und Exposure-Indikatoren.

[48] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2001a), S. 23.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

F. Einfache faktorbasierte Ansätze

I. Standardansatz

Der Standardansatz stellt eine weitere Vereinfachung gegenüber dem internen Bemessungsansatz dar. Hier werden die Aktivitäten der Bank in acht von der Aufsichtsbehörde vorgeschriebene Geschäftsfelder geteilt.[49] Für jedes Geschäftsfeld ist ein Größenindikator festgelegt, wobei zur Zeit einheitlich der Bruttoertrag vorgeschlagen wird. Die Kapitalunterlegung pro Geschäftsfeld berechnet sich dann aus der Multiplikation des Indikators mit einem geschäftsfeldspezifischen (ebenfalls durch die Regulierungsbehörde vorgegebenen) Prozentsatz, der als Beta bezeichnet wird.

Der Vorteil dieses Ansatzes besteht in seiner Einfachheit, er ist weniger komplex und leichter zu implementieren als die fortgeschrittenen Bemessungsansätze. Gleichzeitig stellen aber die Vereinfachungen auch die Kritikpunkte dar: Jetzt werden bankspezifische Besonderheiten fast völlig außer acht gelassen, sämtliche Modellparameter sind zentral vorgegeben. Die risikomindernde Wirkung von Versicherungen darf nicht berücksichtigt werden,[50] obwohl sie unzweifelhaft einen Einfluß auf die Höhe des Risikos besitzt. Lediglich anhand des Bruttoertrags bestimmt sich letztendlich die Kapitalunterlegung. Das bedeutet, die Probleme beim Einsatz von Risikofaktoren, die in Kapitel D angesprochen worden sind, kommen hier verstärkt zum Tragen, da der Risikofaktor nicht institutsspezifisch gewählt und kalibriert wird. Auch konnte noch kein Zusammenhang festgestellt werden zwischen der Ertragshöhe und der Höhe des operationellen Risikos.[51] Die Verwendung des Bruttoertrags führt dazu, daß der Abschluß eines günstigen Geschäfts, welches den Ertrag erhöht, mit zusätzlicher Eigenkapitalunterlegung bestraft wird, wobei schwer einzusehen ist, warum sich dadurch das operationelle Risiko erhöht.

II. Basisindikatoransatz

Der Basisindikatoransatz stellt die einfachste Möglichkeit zur Berechnung der Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos dar. Dabei wird lediglich ein Risikofaktor verwendet, der mit einem vorgegebenen Prozentsatz (α)

---

[49] Vgl. hierzu und im folgenden: Basel Committee on Banking Supervision (2001b), S. 6 ff.

[50] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2003b), S. 11.

[51] Vgl. *Boos/Schulte-Mattler* (2001), S. 550.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

multipliziert wird – als Risikofaktor wird hier wieder der Bruttoertrag vorgeschlagen.[52]

Durch diese gegenüber dem Standardansatz nochmals starke Vereinfachung handelt es sich hierbei jedoch eher um eine grobe Schätzung als um eine Risikomessung.[53]

G. Fazit

Aufgrund der steigenden Komplexität von Bankprozessen und deren verstärkt automatisierten Abwicklung durch IT-Unterstützung ist die Bedeutung eines systematischen Managements des operationellen Risikos so hoch wie nie zuvor. In diesem Bereich können – eher als bei den Marktpreis- oder Kreditrisiken – durchaus bestandsgefährdende Risiken auftreten. So ist auch nicht verwunderlich, daß sich die Bankenaufsicht dieses Themas angenommen hat und eine Eigenkapitalunterlegung dieser Risikokategorie plant, um so dieses Risiko beherrschbar zu machen. Dazu muß das Risiko quantifiziert werden. Der Baseler Ausschuß ist der Ansicht, daß die Ansätze zur Messung des operationellen Risikos bald die Präzision der Ansätze für Marktpreis- und Kreditrisiken erreichen werden.[54]

In diesem Aufsatz wurden die Aspekte näher beleuchtet, die bei der Messung operationeller Risiken zu beachten sind, wobei schwerpunktmäßig die von der Bankenaufsicht vorgeschlagenen Ansätze betrachtet wurden. Es wurde gezeigt, daß gegenüber den Marktpreis- und Kreditrisiken hier einige weitere Schwierigkeiten bestehen. Einige können vielleicht durch Weiterentwicklung der Ansätze gelöst werden, aber manche sind untrennbar mit den operationellen Risiken verbunden (vor allem die im Charakter des Risikos inhärenten Probleme, aber auch einige datenbasierte Aspekte). Deren Auswirkung kann auch bei höchster Anstrengung lediglich abgemildert werden, und es ist keineswegs als selbstverständlich zu betrachten, daß das operationelle Risiko in einer Meßgröße angegeben werden kann.

Hier soll kein pessimistisches Bild über die Zukunft des Managements des operationellen Risikos gezeichnet werden, es sollen lediglich die Grenzen bewußt gemacht werden. Eingangs wurden die Ziele der Quantifizierung erwähnt, und es wurde festgestellt, daß – abgesehen von der Berechnung der Eigenkapitalunterlegung – die Ziele auch ohne die explizite Kenntnis der Höhe des Risikos erreichbar sind. Somit sollten sich zukünftige Anstrengungen im Bereich

---

[52] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2001a), S. 6.

[53] Vgl. *Boos/Schulte-Mattler* (2001), S. 550.

[54] Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2003b), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

des Managements der operationellen Risiken nicht zu stark auf die Risikoquantifizierung beschränken, sondern auch andere Ansätze zum Umgang mit diesen Risiken berücksichtigen.

Literaturverzeichnis

Artzner, P. et al. (1999): Coherent Measures of Risk. „Mathematical Finance", Nr. 3, S. 203-228.

Basel Committee on Banking Supervision (2001a): Operational Risk – Konsultationspapier.

– (2001b): Working Paper on the Regulatory Treatment of Operational Risk.

– (2003a): The 2002 Loss Data Collection Exercise for Operational Risk: Summary of Data Collected.

– (2003b): Überblick über die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung – Konsultationspapier.

Boos, K.-H. / *Schulte-Mattler*, H. (2001): Basel II: Methoden zur Quantifizierung operationeller Risiken. „Die Bank", S. 549-553.

Buhr, R. (2000): Messung von Betriebsrisiken – ein methodischer Ansatz. „Die Bank", S. 202-206.

Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik [BSI] (2000): Kosten und Nutzen der IT-Sicherheit. Ingelsheim.

Cruz, M. G. (2002): Modeling, Measuring and Hedging Operational Risk. Chichester.

Faisst, U. / *Kovacs*, M. (2003): Quantifizierung operationeller Risiken – ein Methodenvergleich. „Die Bank", S. 342-349.

Güllich, H.-P. / *Manser*, R. F. / *Wegmann*, P. (2003): Mit Verlustdaten richtig umgehen. www.risksys.com/media/pdf_files/Mit_Verlustdat_richtig_umg.pdf. [9.9.2003].

Guthoff, A. / *Pfingsten*, A. / *Wolf*, J. (1998): Der Einfluß einer Begrenzung des Value at Risk oder des Lower Partial Moment One auf die Risikoübernahme. In: Credit Risk und Value-at-Risk-Alternativen: Herausforderung für das Risk-Management. Hrsg. v. A. Oehler. Stuttgart, S. 111-154.

Hengmith, L. (2004): Modellierung und Bewertung operationeller Risiken. „Banking and Information Technology", Nr. 1, S. 51-62.

Holmes, M. (2003a): Operational risk: looking at the bigger picture. „Risk", London, Nr. 8, S. 24-28.

– (2003b): Measuring operational risk: a reality check. „Risk", London, Nr. 9, S. 84-87.

Jörg, M. / *Roßbach*, P. (2002): Messung und Bewertung operationeller Risiken. In: IT-Sicherheitsmanagement in Banken. Hrsg. v. P. Roßbach / H. Locarek-Junge. Frankfurt am Main, S. 71-93.

Marshall, C. L. (2001): Measuring and Managing Operational Risk in Financial Institutions: tools, techniques and other resources. Chichester u. a.

Minz, K.-A. (2004): Operationelle Risiken in Kreditinstituten. Frankfurt am Main.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Münchbach, D. (2001): Management der operationellen Risiken des Private Banking. Bern u. a.

Röckle, S. A. (2002): Schadensdatenbanken als Instrument zur Quantifizierung von Operational Risk in Kreditinstituten. Sternenfels.

Stahl, G. (2004): Basel II vs. Solvency II – wer lernt von wem? Erscheint in: Österreichisches BankArchiv.

Stickelmann, K. (2002): Operationelles Risiko – Abgrenzung, Definition und Anforderungen gemäß Basel II. In: Handbuch operationelle Risiken: aufsichtsrechtliche Anforderungen, Quantifizierung und Management, Praxisbeispiele. Hrsg. v. R. Eller. Stuttgart, S. 3-42.

Szegö, G. (2002): Measures of risk. „Journal of Banking and Finance", Nr. 7, S. 1253-1272.

van den Brink, G. J. (2003): Quantifizierung operationeller Risiken – Ein Weg zur Einbettung in den Management-Zyklus. www.oprisk-management.de/pdf/artikelrisk news_02.pdf. [9.9.2003].

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Entscheidungswertermittlung bei der Vereinigung öffentlich-rechtlicher Sparkassen

Von Manfred Jürgen Matschke und Cirsten Witt

A. Problemstellung

Die Haftungs- und Gewinnverteilung zwischen kommunalen Trägern nach einer Vereinigung ihrer öffentlich-rechtlichen Sparkassen wird derzeit unter Berücksichtigung unterschiedlicher sparkassenspezifischer oder externer Faktoren bestimmt, wie beispielsweise dem Geschäftsanteil in bezug auf Kundeneinlagen oder Kreditvolumen, der Bilanzsumme oder den Anteilen an den Einwohnerzahlen.[1] Dieses Vorgehen steht jedoch insbesondere aufgrund einer mangelnden Orientierung an einer Bewertungsfunktion sowie eines fehlenden Subjektbezuges im Widerspruch zur entscheidungsorientierten funktionalen Unternehmensbewertungstheorie.[2]

Die Intention des vorliegenden Aufsatzes ist, ein allgemeines Modell zur Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote bei einer Fusion auf die Vereinigung von Sparkassen zu übertragen. Dazu charakterisiert das folgende Kapitel B. die betrachtete Bewertungssituation näher. Im Abschnitt B.I. wird geprüft, inwieweit die Vereinigung von öffentlich-rechtlichen Sparkassen einen Bewertungsanlaß im Sinne der funktionalen Unternehmensbewertungstheorie darstellt, um daran anschließend im Abschnitt B.II. die Besonderheiten von Sparkassen als Bewertungsobjekte und im Abschnitt B.III. die Eigenheiten von Kommunen als Bewertungssubjekte herauszuarbeiten. Die Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote für die im Kapitel B. erläuterte Bewertungssituation ist Gegenstand des Kapitels C. Im Anschluß an die Erläuterung eines allgemeinen Modells im Abschnitt C.I., welches dem Anteilseigner eines zu fusionierenden Unternehmens die Bestimmung seiner minimalen Beteiligungsquote am fusionierten Unternehmen ermöglicht, folgt im Abschnitt C.II. die Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote des kommunalen Trägers einer zu vereinigenden Sparkasse am neu entstehenden Zweckverband.

---

[1] Vgl. *Ellgering* (1999), S. 69 f.; *Zensen* (2002), S. 33.

[2] Vgl. zu einem Überblick über die funktionale Unternehmensbewertung *Matschke* (2000), S. 973. Vgl. auch die Beiträge von *Hering* und *Schwetzler* in diesem Band.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

B. Bewertung öffentlich-rechtlicher Sparkassen bei einer Vereinigung

I. Vereinigung von Sparkassen als Bewertungsanlaß

Im Unterschied zu Verschmelzungen von Genossenschaftsbanken, die genauso wie Verschmelzungen von privaten Kreditbanken im Umwandlungsgesetz geregelt sind, existieren Vorschriften zur Vereinigung von Sparkassen ausschließlich in den Sparkassengesetzen der einzelnen Bundesländer. Entsprechend den Verschmelzungsarten des Umwandlungsgesetzes[3] unterscheiden auch die Sparkassengesetze grundsätzlich zwischen einer Vereinigung durch Neubildung und einer Vereinigung durch Aufnahme.[4] Bei der Vereinigung durch Neubildung geht das Vermögen der beteiligten Sparkassen im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf eine neu gebildete Sparkasse über. Die Vereinigung durch Aufnahme ist dadurch gekennzeichnet, daß das Vermögen der aufgenommenen Sparkassen auf eine bestehende aufnehmende Sparkasse übertragen wird. Eine freiwillige Vereinigung[5] erfordert übereinstimmende Beschlüsse der Vertretungen der Träger der beteiligten Sparkassen, wobei ihre Verwaltungsräte und in einzelnen Bundesländer auch ihre Vorstände sowie die Sparkassen- und Giroverbände vorher anzuhören sind. Die Sparkassenaufsichtsbehörde muß die Vereinigung in der Regel im Einvernehmen mit der obersten Kommunalaufsichtsbehörde genehmigen.[6]

Abgesehen vom Vorgang der eigentlichen Verschmelzung der beteiligten Sparkassenanstalten müssen bei der Vereinigung von öffentlichen Sparkassen

---

[3] Vgl. § 2 UmwG.

[4] Vgl. § 3 Abs. 1 SpkG BW; Art. 18 Abs. 3 u. 4 SpkG Bay; § 28 Abs. 1 SpkG Bbg; § 17 Abs. 1 SpkG Hess; § 28 Abs. 1 SpkG MV; § 2 Abs. 2 SpkG NS; § 32 Abs. 1 SpkG NRW; § 22 Abs. 1 SpkG RP; § 28 Abs. 1 SpkG Saar; § 28 Abs. 1 SächsSpkG; § 28 Abs. 1 SpkG SA; § 31 Abs. 1 SpkG SH; § 22 Abs. 1 ThürSpkG.

[5] Eine Vereinigung von öffentlichen Sparkassen ist jedoch nicht nur aus freiem Ermessen der Anstaltsträger, sondern insbesondere im Zusammenhang mit kommunalen Neugliederungen oder aus Gründen des öffentlichen Wohls auch zwangsweise durch die Aufsichtsbehörden möglich. Vgl. dazu Art. 16 Abs. 3 SpkG Bay; § 28 Abs. 4 u. 5 SpkG Bbg; § 17 Abs. 2 SpkG Hess; § 28 Abs. 4 u. 5 SpkG MV; § 32 Abs. 5 u. 6 SpkG NRW; § 22 Abs. 4 SpkG RP; § 28 Abs. 3 SpkG Saar; § 28 Abs. 4 u. 5 SächsSpkG; § 28 Abs. 4 u. 5 SpkG SA; § 31 Abs. 4 SpkG SH; § 22 Abs. 3 u. 4 ThürSpkG.

[6] Vgl. § 3 Abs. 1 SpkG BW; § 28 Abs. 1 u. 3 SpkG Bbg; § 17 Abs. 1 SpkG Hess; § 28 Abs. 1 u. 3 SpkG MV; § 2 Abs. 1 SpkG NS; § 32 Abs. 1 u. 3 SpkG NRW; § 22 Abs. 1 SpkG RP; § 28 Abs. 1 u. 3 SpkG Saar; § 28 Abs. 1 u. 3 SächsSpkG; § 28 Abs. 1 u. 3 SpkG SA; § 31 Abs. 1 u. 2 SpkG SH; § 22 Abs. 1 u. 2 ThürSpkG. In Bayern ist nach Art. 16 Abs. 2 SpkG Bay ein übereinstimmender Beschluß der Verwaltungsräte und der Träger notwendig.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auch kommunalrechtliche Aspekte beachtet werden.[7] Möglichkeiten der interkommunalen Zusammenarbeit infolge einer freiwilligen Sparkassenfusion sind einerseits der Zweckverband sowie anderseits die öffentlich-rechtliche Vereinbarung. Mit der Errichtung eines Sparkassenzweckverbandes entsteht ein neuer Aufgabenträger. Dieser soll die die Sparkassen betreffenden kommunalen Aufgaben anstelle der Mitgliedskörperschaften erfüllen. Eine öffentlich-rechtliche Vereinbarung schafft dagegen keinen neuen Aufgabenträger, vielmehr delegiert der Träger einer der an der Vereinigung beteiligten Sparkassen die Sparkassenkompetenz für sein Gebiet in die Zuständigkeit des für die vereinigte Sparkasse vorgesehenen Trägers.[8]

Bei der Vereinigung durch Aufnahme wird der Träger der aufnehmenden Sparkasse zwangsläufig zum Träger der vereinigten Sparkasse.[9] Die Sparkassenkompetenz für die Geschäftsgebiete der aufzunehmenden Sparkassen wird durch eine öffentlich-rechtliche Vereinbarung oder, falls der bisherige Träger einen Zweckverband verkörpert, durch den Beitritt der Träger der aufzunehmenden Sparkassen übertragen. Größer ist der Spielraum hinsichtlich der möglichen Regelungen für die Person des Trägers der vereinigten Sparkasse bei einer Vereinigung durch Neubildung. In diesem Fall besteht nicht nur die Möglichkeit, daß einer der bisherigen Träger die Trägerschaft der vereinigten Sparkasse übernimmt, sondern auch, daß ein neuer Zweckverband als Träger gebildet wird.[10]

Grundlage für die Errichtung eines Zweckverbandes oder den Abschluß einer öffentlich-rechtlichen Vereinbarung ist ein öffentlich-rechtlicher Vertrag,[11] in welchem auch solche Ergebnisse der Fusionsverhandlungen festgehalten werden, die nicht in der Zweckverbandssatzung oder der öffentlich-rechtlichen Vereinbarung ihren Niederschlag finden.[12] Dazu kann unter anderem auch ein freiwilliger wirtschaftlicher Ausgleich zwischen den beteiligten Kommunen gehören.[13] Sinnvoll könnte ein solcher finanzieller Ausgleich besonders dann sein,

---

[7] Vgl. *Bosse* (1982), S. 64 f. u. 79. In Baden-Württemberg ist ein besonderes kommunalrechtliches Verfahren bei der Vereinigung von Sparkassen nicht notwendig, da die Rechtsfolgen im Bereich der Träger kraft Gesetz eintreten. Vgl. § 3 Abs. 3 SpkG BW. Eine weitere Besonderheit betrifft Bayern, wo mit der Zweckverbandserrichtung die Sparkassenverschmelzung einhergeht. Vgl. Art. 17 Abs. 2 Satz 3 SpkG Bay.

[8] Vgl. *Bosse* (1982), S. 29-40. In Baden-Württemberg und Hessen sind auch mehrere unmittelbare Träger einer Sparkasse zulässig. Vgl. § 8 Abs. 5-10 SpkG BW; § 1 Abs. 1 SpkG Hess.

[9] Eine Ausnahme gilt aufgrund der Möglichkeit, daß eine Sparkasse mehrere Träger haben kann, für das Land Baden-Württemberg. Vgl. § 3 Abs. 3 SpkG BW.

[10] Vgl. *Bosse* (1982), S. 50-55.

[11] Vgl. § 152 Abs. 1 KV M-V; § 165 Abs. 1 KV M-V. Entsprechende Vorschriften finden sich auch in den Zweckverbandsgesetzen der anderen Bundesländer.

[12] Vgl. *Bosse* (1982), S. 92.

[13] Vgl. *Bosse* (1982), S. 94 f.; *Schlierbach* (2003), S. 90 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wenn eine Körperschaft ihre Trägerschaft voll abgibt oder ein bestimmtes Beteiligungsverhältnis unabhängig von der finanziellen Situation der Kommunen und ihrer Sparkassen angestrebt wird. Denkbar ist in diesem Zusammenhang sowohl eine laufende Beteiligung an den Überschüssen als auch eine einmalige Leistung.[14] Die Haftungs- und Gewinnverteilung[15] zwischen den Verbandsmitgliedern ist in der für die Bildung eines Zweckverbandes notwendigen Verbandssatzung zu vereinbaren, ebenso wie beispielsweise die Sitzverteilung in der Verbandsversammlung.[16] Während die Verbandssatzung mit der Mehrheit aller Mitglieder der Verbandsversammlung beschlossen wird, erfordert eine Änderung der Verbandssatzung, zum Beispiel bei einem Beitritt des Trägers einer Sparkasse zu einem bestehenden Zweckverband, eine Zweidrittelmehrheit der Mitglieder der Verbandsversammlung.[17]

Damit resultieren als Bewertungsanlässe im Zusammenhang mit einer Vereinigung öffentlich-rechtlicher Sparkassen die Bestimmung eines angemessenen Beteiligungsverhältnisses insbesondere zur Gewinnverteilung zwischen den an der Trägerschaft beteiligten Kommunen sowie gegebenenfalls die Gewährleistung eines angemessenen finanziellen Ausgleichs zwischen diesen. Im Mittelpunkt der folgenden Ausführungen steht die Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote des Trägers einer zu vereinigenden Sparkasse an einem neu entstehenden Zweckverband. Die Kenntnis der minimalen Beteiligungsquote der betrachteten Kommune ist die Voraussetzung dafür, daß diese Grenze der Konzessionsbereitschaft in den Verhandlungen über das Beteiligungsverhältnis nicht verletzt wird.

Vereinigungen von öffentlich-rechtlichen Sparkassen sind den Konfliktsituationen vom Typ Fusion/Spaltung[18] zuzuordnen. Während zwangsweise Vereinigungen von Sparkassen zu den dominierten Konfliktsituationen gehören, zählen freiwillige Fusionen von öffentlich-rechtlichen Sparkassen zu den nicht dominierten Konfliktsituationen, da keine der beteiligten Parteien den Zusammenschluß gegen den Willen einer anderen Partei durchsetzen kann.[19] Abgesehen von der Beteiligungsquote werden andere im Zusammenhang mit der Vereini-

[14] Grundsätzlich besteht auch beim Abschluß einer öffentlich-rechtlichen Vereinbarung die Möglichkeit, daß dem Träger der aufzunehmenden Sparkasse ein Teil der zukünftigen Überschüsse zur gemeinnützigen Verwendung weitergeleitet wird. Vgl. *Bosse* (1982), S. 37 f.

[15] Aufgrund der Abschaffung der Gewährträgerhaftung zum 18. Juli 2005 dient die Vereinbarung eines Beteiligungsverhältnisses zwischen den Trägern der zu vereinigenden Sparkassen überwiegend der Gewinnverteilung.

[16] Vgl. *Bosse* (1982), S. 67 f.

[17] Vgl. § 152 Abs. 4 u. 5 KV M-V.

[18] Vgl. zu Konfliktsituationen vom Typ Fusion/Spaltung *Matschke* (1975), S. 31 f.

[19] Vgl. *Matschke* (1979), S. 31-34.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gung stehende konfliktlösungsrelevante Sachverhalte, wie zum Beispiel die Besetzung wichtiger Positionen, der Sitz der Hauptstelle oder der Name des fusionierten Instituts vernachlässigt. Es liegt also eine eindimensionale Konfliktsituation[20] vor. Zusätzlich wird hier zur Vereinfachung die Annahme einer disjungierten Konfliktsituation[21] getroffen, das heißt, keine der beteiligten Konfliktparteien befindet sich in weiteren vergleichbaren Konfliktsituationen.

In der Praxis wird die Haftungs- und Gewinnverteilung im allgemeinen unter Berücksichtigung unterschiedlicher Faktoren ermittelt, wie dem Geschäftsanteil in bezug auf Kundeneinlagen oder Kreditvolumen, dem Reinvermögen (Eigenkapital), der Bilanzsumme oder dem nachhaltigen Erfolgswert, der sich aus den Betriebsergebnissen vergangener Perioden bestimmt. Aber auch externe Faktoren wie die Anteile an den Einwohnerzahlen, den Landes- oder Kreisumlagen oder den Grundsteuermeßbeträgen werden mitunter zugrunde gelegt.[22]

Dieses Vorgehen ist jedoch mit einer entscheidungsorientierten funktionalen Unternehmensbewertungstheorie, in deren Zentrum die Ermittlung eines Entscheidungswertes als Grenze der Konzessionsbereitschaft einer Partei steht,[23] nicht vereinbar. Der Entscheidungswert gibt die Bedingungen in bezug auf die konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte an, unter denen sich für das Entscheidungssubjekt bei Durchführung einer Handlungsalternative unter Berücksichtigung seines Zielsystems und seines Entscheidungsfeldes der ohne diese Handlung erreichbaren Grad der Zielerfüllung gerade noch nicht mindert.[24] Demnach ist der Entscheidungswert durch vier Merkmale geprägt: das Merkmal des Grenzwertes, das Merkmal der Handlungsbezogenheit, das Merkmal der Subjekt- und Zielsystembezogenheit und das Merkmal der Entscheidungsfeldbezogenheit.[25] Ein Modell, welches den Entscheidungswert eines Kreditinstitutes als Grenze der Konzessionsbereitschaft eines bestimmten Bewertungssubjektes ermittelt, muß neben den Merkmalen eines Entscheidungswertes auch die allgemeinen Grundsätze der Bewertung[26] berücksichtigen.[27] Weiterhin sollte das

---

[20] Vgl. *Matschke* (1975), S. 38-55.

[21] Vgl. *Matschke* (1975), S. 34-38.

[22] Vgl. *Ellgering* (1973), S. 36-39; *Ellgering* (1999), S. 69 f., der die bei der Ermittlung des Beteiligungsverhältnisses zu berücksichtigenden Daten in betriebliche und überbetriebliche Daten unterteilt. Vgl. dazu auch *Zensen* (2002), S. 33.

[23] Die Ermittlung von Arbitrium- oder Argumentationswerten beruht auf der Kenntnis des Entscheidungswertes zumindest einer Konfliktpartei.

[24] Vgl. *Matschke* (1972), S. 147.

[25] Vgl. *Matschke* (1972), S. 147; *Matschke* (1975), S. 26.

[26] Zu den allgemeinen Grundsätzen der funktionalen Unternehmensbewertung gehören der Grundsatz der Gesamtbewertung, der Grundsatz der Zukunftsbezogenheit, der Grundsatz der Subjektivität sowie der Grundsatz der Zweckabhängigkeit. Vgl. zu den ersten drei Grundsätzen ausführlich *Ballwieser/Leuthier* (1986), S. 548 f. Vgl. zum Grundsatz der Zweckabhängigkeit *Moxter* (1976), S. 5 f. Vgl. dazu auch *Matschke*, (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Modell die Abbildung der Auswirkungen der in der Realität herrschenden Unsicherheit über zukünftige entscheidungsrelevante Sachverhalte ermöglichen, damit auf der Grundlage des Entscheidungswertes auch Entscheidungen unter Unsicherheit getroffen werden können. Es ist ferner eine rechnerische Lösung zu gewährleisten, und zusätzlichem Aufwand für Informationsbeschaffung und Informationsverarbeitung sollte immer ein entsprechender Nutzen gegenüberstehen.

II. Sparkassen als Bewertungsobjekte

1. Bewertungsrelevante Besonderheiten von Kreditinstituten

Die bewertungsrelevanten Besonderheiten von Kreditinstituten lassen sich in geschäftspolitische Besonderheiten, spezielle gesetzliche Reglementierungen und exogene Einflußfaktoren unterscheiden.[28]

Kreditinstitute sind nicht nur Handelsunternehmen, sondern aufgrund ihrer Kreditschöpfungsmöglichkeiten auch Produktionsunternehmen.[29] Da das Produktionsergebnis überwiegend in immateriellen, also abstrakten und nicht stofflichen Leistungen besteht, werden Bankbetriebe den Dienstleistungsunternehmen zugeordnet.[30] Die typischen Leistungen der Kreditinstitute sind finanzieller Natur. Dazu gehören im Kern die Finanzierungs-, Geldanlage- und Zahlungsverkehrsleistungen. Abgesehen davon, daß Bankleistungen abstrakt, das heißt wenig anschaulich und aus diesem Grunde erklärungsbedürftig, und nicht stofflich sind, können sie durch fehlende Speicherbarkeit und Schutzfähigkeit, Verflochtenheit sowie einen Dualismus der Wert- und Stückleistungskomponente charakterisiert werden.[31] Speichern lassen sich Bankleistungen deshalb nicht, weil sie erst mit der Befriedigung der Nachfrage entstehen. Insofern ist eine Vorratsproduktion nicht möglich, und Nachfrageschwankungen können nur schwer ausgeglichen werden. Die fehlende Schutzfähigkeit von Bankleistungen resultiert daraus, daß Dienstleistungen nach dem Patentrecht nicht geschützt sind und sich Bankleistungen von Konkurrenten leicht und schnell imitieren lassen. Viele bankbetriebliche Leistungen bedingen außerdem einander, wie Zahlungsverkehrsleistungen und Finanzierungsleistungen, oder werden als Teile eines Leistungspakets gleichzeitig vertrieben. Sie sind also stark miteinander verflochten. Außerdem setzen sich die meisten Bankleistungen aus einer Wertlei-

[27] Vgl. zu den Modellanforderungen auch *Brösel* (2002), S. 85.
[28] Vgl. *Höhmann* (1998), S. 11.
[29] Vgl. *Mülhaupt* (1956), S. 8 f. m. w. N.
[30] Vgl. *Eilenberger* (1997), S. 188; *Maleri* (1970), S. 19; *Maleri* (1973), S. 21.
[31] Vgl. hierzu und zum folgenden *Stein* (2000), S. 555-557.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

stungskomponente, dazu gehören die Annahme, Schaffung und Weitergabe von Geldwerten, und einer Betriebs- oder Stückleistung als Ergebnis der Kombination von personellen, informationellen und sachlichen Faktoren zusammen. Während die Finanzierung, die Risikoübernahme und das Liquiditätsmanagement in anderen Unternehmen notwendige Mittel sind, um betriebliche Leistungen zu erstellen, gehören sie dagegen in Kreditinstituten zum Kerngeschäft. Beispielsweise dient das Fremdkapital auf der Passivseite der Bankbilanz nicht ausschließlich der Finanzierung von Aktivgeschäften, sondern ist Bestandteil der Geschäftstätigkeit der Bank. Aus diesem Grunde wurde das *Gutenberg*sche Faktorsystem[32] in bezug auf Kreditinstitute um den Regiefaktor Finanzierungsmittel und den Sicherungsfaktor Kapital erweitert.[33] *Deppe* unterteilte die Produktion der finanziellen Bankleistungen dann weiter in den technisch-organisatorischen und den liquiditätsmäßig-finanziellen Bereich,[34] wobei der liquiditätsmäßig-finanzielle Bereich durch relativ exakt bestimmbare Zahlungsströme geprägt ist.[35]

Neben den vorgestellten geschäftspolitischen Besonderheiten existieren im Bankbereich auch spezielle gesetzliche Reglementierungen. An der Funktionsfähigkeit des Bankensektors besteht ein besonderes gesamtwirtschaftliches Interesse, welches sich vor allem aus der Geld- und Kreditversorgung der Volkswirtschaft durch die Banken begründet. Die Stabilität des Bankensystems ist jedoch durch sogenannte Dominoeffekte gefährdet. Vertrauensverluste der Anleger gegenüber einer einzelnen Bank, aufgrund eingetretener oder auch nur drohender Ausfälle ihrer Einlagen, können zur Insolvenz dieser Bank und zum Zusammenbruch des gesamten Bankensystems führen.[36] Im Vergleich zu anderen Branchen existieren deshalb besondere staatliche Regulierungsvorschriften, welche die bankbetrieblichen Risiken offenlegen und begrenzen sollen. Dazu gehören neben den aufsichtsrechtlichen Restriktionen auch spezielle Rechnungslegungsvorschriften.[37]

Weitere Besonderheiten finden sich im kreditwirtschaftlichen Umfeld der Kreditinstitute. Sie unterliegen in besonderem Maße wirtschaftspolitischen Einflüssen, das heißt dem direktem Einfluß von Finanz-, Geld- und Währungspolitik auf ihre Geschäftspolitik, sowie Marktabhängigkeiten, was bedeutet, daß

---

[32] Vgl. *Gutenberg* (1983), S. 2-8.

[33] Vgl. *Buddeberg* (1959), S. 41-43; *Lipfert* (1970), S. 27 f.

[34] Vgl. *Deppe* (1964), S. 370-373; *Becker* (1999), S. 26 f. Vgl. auch den Beitrag von *Körnert* in diesem Band.

[35] Vgl. *Kümmel* (1995), S. 27 f.

[36] Vgl. beispielsweise *Körnert* (1998), S. 73; *Körnert* (2000); *Süchting/Paul* (1998), S. 455 f.; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* (2004), S. 363 f.

[37] Vgl. zu bankaufsichtsrechtlichen Regelungen *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* (2004), S. 377-682; Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht (2003). Vgl. zu den Rechnungslegungsvorschriften für Kreditinstitute *Krumnow et al.* (1994).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auch ihr Erfolg stark von den Entwicklungen auf den Geld-, Kapital- und Devisenmärkten abhängig ist.

2. Sparkassenspezifische Besonderheiten

Genauso wie für alle anderen Universalbanken sind auch für die Bewertung von öffentlich-rechtlichen Sparkassen die oben dargestellten bankspezifischen Besonderheiten relevant. Darüber hinaus sollten die in den Sparkassengesetzen enthaltenen Vorschriften, zum Beispiel die Organisationsform, den öffentlichen Auftrag und die Ausschüttungspolitik betreffend, bei der Bewertung beachtet werden.

Die Rechtsform der Anstalt des öffentlichen Rechts erschwert die zusätzliche Aufnahme von Eigenkapital, welches bei Sparkassen überwiegend aus Rücklagen besteht, die vorwiegend durch die Thesaurierung von Gewinnen gebildet werden. Zusätzlich ist die Größe der Sparkassen bei der Bewertung zu berücksichtigen, die insbesondere nicht mit der von privaten Großbanken, als international agierenden Konzernen verglichen werden kann. Sparkassen beschränken ihre Geschäftstätigkeit aufgrund des Regionalprinzips im wesentlichen auf das Gebiet ihres Trägers, was bewirkt, daß der Einfluß internationaler Geld- und Kapitalmärkte auf die Sparkassen ein geringeres Ausmaß annimmt als bei Großbanken. Während Kreditbanken vorrangig Gewinnmaximierung anstreben, sollen Sparkassen gemäß dem in den Sparkassengesetzen festgehaltenen öffentlichen Auftrag der Gemeinnützigkeit dienen. Gewinnerzielung ist jedoch auch für Sparkassen vor allem aufgrund der Eigenmittelanforderungen unabdingbarer Bestandteil des Zielsystems. Ebenso wie die Ziele gleicht sich auch die Geschäftspolitik der drei kreditwirtschaftlichen Sektoren immer mehr an.[38] So gilt in den Sparkassengesetzen einzelner Bundesländer beispielsweise das Enumerationsprinzip in bezug auf die Sparkassengeschäfte nicht mehr.[39] Bestimmte Geschäftsbeschränkungen enthalten die Sparkassenverordnungen jedoch auch wei-

---

[38] Vgl. *Büschgen* (1998), S. 175 u. 177 f.; *Seifert* (1984), S. 165. Vgl. dazu auch BVerfGE 64, 229, 242, S. 240 f.

[39] Die Sparkassen dürfen in Baden-Württemberg, in Nordrhein-Westfalen, in Rheinland-Pfalz und im Saarland, soweit das jeweilige Sparkassengesetz, die dazu erlassenen Rechtsverordnungen oder die Satzungen keine Einschränkungen vorsehen, alle banküblichen Geschäfte betreiben. Vgl. § 6 Abs. 2 SpkG BW; § 4 Abs. 1 SpkG NRW; § 2 Abs. 5 SpkG RP; § 3 Abs. 1 SpkG Saar. In Brandenburg, Mecklenburg-Vorpommern, Niedersachsen, Sachsen, Sachsen-Anhalt und Thüringen dürfen die Sparkassen dagegen ausschließlich die in der entsprechenden Rechtsverordnung vorgesehenen Geschäfte betreiben. Vgl. § 2 Abs. 2 SpkG Bbg; § 2 Abs. 2 SpkG MV; § 4 Abs. 2 SpkG NS; § 2 Abs. 2 SächsSpkG; § 2 Abs. 2 SpkG SA; § 2 Abs. 2 ThürSpkG. Keine Aussagen zum Umfang der Sparkassengeschäfte oder zu Geschäftsbeschränkungen enthalten die Sparkassengesetze von Bayern, Hessen und Schleswig-Holstein.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

terhin, beispielsweise hinsichtlich des Erwerbs von Beteiligungen, des Wertpapier- und Devisengeschäfts sowie in bezug auf Höchstkreditgrenzen.

Grundsätzlich beeinflussen die angeführten sparkassenspezifischen Besonderheiten ebenso wie auch die Bewertungsbesonderheiten von Kreditinstituten überwiegend die zu erwartenden Entnahmen, welche das zu bewertende Kreditinstitut seinen Eigentümern generieren kann.

III. Kommunen als Bewertungssubjekte

Im Zusammenhang mit einer Bewertung von öffentlich-rechtlichen Sparkassen stellt sich die Frage, aus wessen Sicht die Bewertung vorzunehmen ist, da unterschiedliche Auffassungen dahingehend bestehen, wer die Eigentümer einer Sparkasse sind. Aus juristischer Sicht gehören Anstalten des öffentlichen Rechts sich selbst, sind also nicht Eigentum der Gemeinde.[40] Aus ökonomischer Sicht wird die Meinung vertreten, daß die Sparkassen den Bürgern der Gebietskörperschaft des Trägers gehören und die Kommunen lediglich die Träger sind.[41] Begründet wird dies damit, daß die öffentliche Hand den Sparkassen nie Kapital zugeführt hat. Vielmehr haben die Sparkassen ihr Eigenkapital aus Gewinnen selbst erwirtschaftet.[42] In Verbindung mit dem historischen Gründungszweck dient dieses Argument auch als Begründung für die in den Sparkassengesetzen enthaltene Vorschrift, daß Überschüsse infolge der Auflösung einer Sparkasse unmittelbar gemeinnützigen Zwecken im Gebiet des Trägers zuzuführen sind und nicht in die öffentlichen Haushalte eingestellt werden können.[43]

Dies ist jedoch nicht unantastbar, vielmehr wird eine Überprüfung hinsichtlich der Berechtigung gefordert und klargestellt, daß eine solche Regelung bei Bedarf vom Gesetzgeber auch geändert werden kann.[44] Ein Grund für eine Änderung kann einerseits die nicht mehr gegebene Erfüllung öffentlicher kreditwirtschaftlicher Aufgaben durch die Sparkassen sein. Aber auch unter der Annahme eines immer noch existenten öffentlichen Auftrages wäre andererseits die Überführung eines Auflösungserlöses in den öffentlichen Haushalt mit einer gemeinnützigen Zweckbindung vereinbar.[45] Selbst das Argument, daß die Kommunen den Sparkassen kein Eigenkapital zugeführt haben, ist keine ausreichende Begründung dafür, daß Auflösungserlöse nicht in den kommunalen Haushalt eingestellt werden dürfen. Die Träger haben zugunsten der Erfüllung

[40] Vgl. *Löwer* (1993), S. 112.
[41] Vgl. *Brandt* (1993), S. 54; *Hedrich* (1993), S. 57; *Klein* (2003), S. 40.
[42] Vgl. *Rehm* (1993a), S. 173.
[43] Vgl. Karl-Bräuer-Institut (1994), S. 115; *Schmidhuber* (1993), S. 349.
[44] Vgl. *Möschel* (1993), S. 94.
[45] Vgl. Karl-Bräuer-Institut (1994), S. 116 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

des öffentlichen Auftrages auf Gewinnausschüttungen vollständig oder teilweise verzichtet und aus diesem Grunde auch Ansprüche auf das durch Rücklagenzuführungen thesaurierte Kapital.[46] Weiterhin besitzen die Kommunen auch aufgrund der Anstaltslast und verschiedener Einflußrechte eine eigentümerähnliche Stellung. Auch wenn bis zum 18. Juli 2005 die Gewährträgerhaftung abgeschafft wird, verbleibt die Anstaltslast der Kommune, die lediglich so modifiziert wird, daß sie einer marktwirtschaftlichen Eigentümerbeziehung entspricht. Eigentümerähnliche Einflußmöglichkeiten haben die Träger außerdem hinsichtlich der Errichtung, der Fusionen und der Auflösungen von Sparkassen sowie der Besetzung von Sparkassenorganen.[47]

Für den hier vorliegenden Bewertungsanlaß, der Vereinigung von öffentlichrechtlichen Sparkassen, sind unabhängig von der Eigentümerfrage die Kommunen, das heißt konkret die Träger der zu vereinigenden Sparkassen die zu betrachtenden Bewertungssubjekte. Der Grund dafür ist, daß diese Träger am neuen Sparkassenzweckverband beteiligt werden. Die Bewertung wird also mit dem Ziel der Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote des Trägers der übertragenden Sparkasse an der Trägerschaft der vereinigten Sparkasse durchgeführt. Insofern sind das Zielsystem und das Entscheidungsfeld der betrachteten Kommune bei der Bewertung zu berücksichtigen.

Die Mindestbestandteile des Zielsystems von Kommunen umfassen ähnlich wie in privatwirtschaftlichen Unternehmen Leistungselemente, Erfolgsziele und Liquiditätsvorstellungen.[48] Während in privatwirtschaftlichen Unternehmungen die Erfolgsziele dominieren, stehen bei öffentlichen Verwaltungen indessen die Leistungsziele im Vordergrund, die sich beispielsweise in gesellschaftliche Ziele, gesamtstaatliche Ziele, wirtschaftliche Ziele, politische Ziele und sonstige Ziele wie zum Beispiel kulturelle Ziele und ökologische Ziele differenzieren lassen.[49] Neben den Leistungszielen spielen auch in Kommunen Erfolgsziele eine Rolle, allerdings sind hier andere Maßstäbe anzulegen als in privatwirtschaftlichen Unternehmen,[50] denn Kommunen streben im Gegensatz zu diesen keine Gewinnmaximierung an. Ein Erfolgsziel könnte vielmehr die Erhöhung der kommunalen Finanzkraft sein, durch welche auch die zukünftige kommunale Aufgabenerfüllung gewährleistet wäre. Freilich dominieren die Leistungsziele bei öffentlichen Verwaltungen grundsätzlich die Erfolgsziele.[51] Die Liquiditäts-

---

[46] Vgl. Karl-Bräuer-Institut (1994), S. 117.

[47] Vgl. *Hedrich* (1993), S. 57; Karl-Bräuer-Institut (1994), S. 6-8; *Klein* (2003), S. 40.

[48] Vgl. *Schneider* (1978), S. 568 u. 576 f.; *Heinen* (1976), S. 59-82; *Kosiol* (1966), S. 212-216.

[49] Vgl. *Eichhorn/Friedrich* (1976), S. 104-130.

[50] Vgl. *Schneider* (1978), S. 576 m. w. N.; *Loesch* (1977), S. 157-182; *Thiemeyer* (1975), S. 22-25.

[51] Vgl. *Thiemeyer* (1975), S. 29.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

komponente ist für öffentliche Verwaltungen ebenfalls relevant.[52] Denn obwohl über das Vermögen von Kommunen kein Konkursverfahren eröffnet werden kann,[53] hätte eine Zahlungsunfähigkeit gravierende Auswirkungen auf die Gemeinde. Bei einem Ausgabenstopp beispielsweise könnte die Kommune ihre Aufgaben nicht mehr voll erfüllen.

Das „Ausgleichsgesetz der Planung" von *Gutenberg*[54] besagt, daß sich die Planung an dem betrieblichen Teilbereich zu orientieren hat, der den Engpaß darstellt. Abgesehen von der derzeitigen prekären finanziellen Lage der Kommunen wird Geld in Kommunen jederzeit einen Engpaß darstellen, da die kommunalen Aufgaben immer umfangreicher sein werden als die zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel. Insofern erscheint eine Konzentration der kommunalen Planung auf finanzielle Aspekte sinnvoll und notwendig. Das bedeutet jedoch nicht, daß kommunale Entscheidungen ausschließlich nach finanziellen Gesichtspunkten zu treffen sind; selbstverständlich müssen auch nichtmonetäre Aspekte berücksichtigt werden. Im Zusammenhang mit der Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote bei einer Vereinigung von öffentlich-rechtlichen Sparkassen sollen im folgenden dennoch die finanziellen Auswirkungen auf die Trägerkommune im Vordergrund stehen.

Der Nutzen, den der Träger durch die öffentlich-rechtliche Sparkasse hat, stellt eine Kombination aus den Ausschüttungen der Sparkasse und der Wahrnehmung des öffentlichen Auftrages dar,[55] welcher teilweise auch monetär meßbar ist. Kommunen als „Eigentümer" der Sparkassen erhalten häufig keine Ausschüttungen von ihren öffentlich-rechtlichen Sparkassen. Diese thesaurieren erwirtschaftete Gewinne zumeist, um ihre Rücklagen und damit ihr Eigenkapital zu erhöhen.[56] Dennoch erzielt die Kommune durch das Betreiben einer Sparkasse, über einen möglichen direkten Ausschüttungsstrom der Sparkasse an die Kommune hinaus, auch andere Einnahmen, die dadurch verursacht werden, daß die Sparkasse im Gebiet der Kommune tätig ist.

Dabei ist einerseits zwischen den durch den Sparkassenbetrieb direkt verursachten finanziellen Auswirkungen auf den kommunalen Haushalt und anderseits den Einflüssen auf einzelne Haushaltspositionen zu unterscheiden, die durch die Erfüllung des öffentlichen Auftrags sowie die Mitarbeiter der Sparkasse indirekt verursacht werden. Zu den direkt durch die öffentliche Sparkasse

---

[52] Vgl. *Schneider* (1978), S. 576 f.

[53] Vgl. *Engelsing* (1999), S. 154-156. Vgl. § 127 GO BW; Art. 77 Abs. 3 GO Bay; § 129 Abs. 2 KV Brdb; § 146 Abs. 2 GO Hess; § 62 Abs. 2 KV M-V; § 136 Abs. 2 GO NS; § 125 Abs. 2 GO NRW; § 128 GO RP; § 138 Abs. 2 KSVG Saar; § 122 SächsGemO; § 143 GO SA; § 131 Abs. 2 GO SH; § 69 Abs. 3 ThürKO.

[54] Vgl. *Gutenberg* (1983), S. 163-165.

[55] Vgl. *Steiner* (1994), S. 40.

[56] Vgl. *Schlierbach* (2003), S. 265-274.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

verursachten finanziellen Auswirkungen auf den Kommunalhaushalt zählen abgesehen von potentiellen Ausschüttungen insbesondere die Gewerbesteuer und der Gemeindeanteil an der Umsatzsteuer sowie die Steuereinnahmen nivellierende Schlüsselzuweisungen und Umlagen. Indirekt über die Beschäftigten der Sparkasse erhält die Kommune überwiegend Einnahmen in bezug auf den Gemeindeanteil an der Einkommensteuer und hinsichtlich des Gemeindeanteils an der Umsatzsteuer.

Der in den Sparkassengesetzen der Bundesländer kodifizierte öffentliche Auftrag[57] läßt wie viele andere juristische und politische Begriffe auch Ermessensspielräume, und seine Interpretation muß die aktuelle gesellschaftliche Situation berücksichtigen.[58] Die konkrete Ausgestaltung dieser politischen Zielvorgabe bleibt zwar weitgehend den jeweiligen Trägern und ihren Sparkassen in der geschäftspolitischen Umsetzung selbst überlassen, im allgemeinen werden aber unter dem öffentlichen Auftrag der Sparkassen die Förderfunktion, die Gewährleistungsfunktion, die Struktursicherungsfunktion, die Hausbankfunktion und die Wettbewerbssicherungsfunktion zusammengefaßt.[59] Die Förderfunktion umfaßt die Förderung des Sparsinns, die Versorgung schwächerer Bevölkerungsschichten mit Bankdienstleistungen und die Mittelstands- und Existenzgründerförderung.[60] Die Gewährleistungsfunktion der Sparkassen soll eine flächendeckende Versorgung der Bevölkerung mit Bankdienstleistungen sicherstellen, und unter dem Ziel der Struktur- und Regionalförderung ist die Aufgabe zu verstehen, die wirtschaftlichen Vorgaben der kommunalen Träger auch in strukturschwachen Regionen umzusetzen. Dazu zählt im weiteren Sinne auch die Mittelstands- und Existenzgründerförderung. Als Hausbankfunktion wird die Aufgabe der Sparkassen bezeichnet, die kreditwirtschaftliche Versorgung der öffentlichen Hand zu gewährleisten. Außerdem sollen die öffentlich-rechtlichen Sparkassen einen Beitrag zum funktionierenden Wettbewerb in der Kreditwirtschaft leisten.

Neben der Anlage von Geldern und der Bereitstellung von Kommunalkrediten zur Erfüllung gemeinwohlorientierter kommunaler Aufgaben, was direkten Einfluß auf den kommunalen Haushalt hat, sollen Sparkassen also besonders die Wirtschaft der jeweiligen Region stärken. Die Kommunen profitieren bei-

---

[57] Vgl. § 6 Abs. 1 SpkG BW; Art. 2 Abs. 1 SpkG Bay; § 2 Abs. 1 SpkG Bbg; § 2 SpkG Hess; § 2 Abs. 1 SpkG MV; § 4 Abs. 1 SpkG NS; § 3 Abs. 1 u. 2 SpkG NRW; § 2 Abs. 1 u. 2 SpkG RP; § 2 Abs. 1 u. 2 SpkG Saar; § 2 Abs. 1 SächsSpkG; § 2 Abs. 1 SpkG SA; § 2 SpkG SH; § 2 Abs. 1 ThürSpkG.

[58] Vgl. *Rehm* (1993b), S. 134 f.

[59] Vgl. *Dehe* (1982), S. 213-216; *Hedrich* (1993), S. 39; *Klein* (2003), S. 44 f. Vgl. dazu auch *Schindler/Neuberger* (2000), S. 15-30, die zusätzlich eine Pionierfunktion anführen.

[60] Vgl. dazu und zum folgenden *Mülhaupt/Dolff* (1981), S. 682-687; *Dehe* (1982), S. 213-216; *Schindler/Neuberger* (2000), S. 15-29; *Körnert* (2003), S. 169 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

spielsweise von den in ihrer Region angesiedelten Unternehmen durch Steuerzahlungen der Unternehmen selbst und der bei ihnen Beschäftigten, wenn auch deren Wohnsitz in der Kommune liegt.

Auf eine abschließende Aufzählung der Auswirkungen auf den kommunalen Haushalt durch den Sparkassenbetrieb, vor allem aufgrund der Erfüllung des öffentlichen Auftrages, soll hier wegen des Interpretationsspielraumes in bezug auf den öffentlichen Auftrag und der damit einhergehenden Vielzahl von möglichen Einzelfällen verzichtet werden.

C. Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote

I. Allgemeines Modell

Der Entscheidungswert der Eigentümer eines zu fusionierenden Unternehmens ist die minimale Beteiligungsquote α am neuen, durch die Fusion entstehenden Unternehmen, welche gewährleistet, daß sich die Eigentümer durch die Vereinigung nicht schlechter stellen.[61] Auch im Fusionsfall läßt sich dieser Entscheidungswert eines Anteilseigners in einem zweistufigen Verfahren durch das Aufstellen eines Basis- und eines Bewertungsansatzes[62] bestimmen.

Voraussetzung für die Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote ist zunächst die Bestimmung der erwarteten Entnahmen $EN_s^{\ddot{u}}$, die das zu übertragende Unternehmen in den zukünftigen unsicheren Zuständen[63] s an seine Anteilseigner ausschütten kann sowie der erwarteten Entnahmen EN_s^f, welche alle Eigentümer des durch die Fusion neu entstehenden Unternehmens in den Zuständen s erhalten können.[64]

Im Spezialfall, daß der Vektor der Entnahmen des fusionierten Unternehmens EN_s^f ein Vielfaches des Vektors der Entnahmen des übertragenden Unternehmens $EN_s^{\ddot{u}}$ darstellt, entspricht die minimale Beteiligungsquote α der Alteigentümer in Abhängigkeit von ihrem jeweiligen Anteil am zu übertragenden Unternehmen β dem folgenden Quotienten:

---

[61] Vgl. *Matschke* (1975), S. 328; *Matschke* (1979), S. 299 f.; *Hering* (2004), S. 148 f.

[62] Vgl. zum zweistufigen Verfahren *Jaensch* (1966a), S. 664 f.; *Jaensch* (1966b), S. 138; *Matschke* (1972), S. 153-155; *Matschke* (1975), S. 253-257.

[63] Vgl. zur Zustandstruktur und deren Zustandekommen *Klingelhöfer* (2003), S. 284-286.

[64] Vgl. *Reicherter* (2000), S. 196-202, und *Hering* (2004), S. 149-151, die die beiden linearen Optimierungsprobleme zur Bestimmung der erwarteten Entnahmen des übertragenden und des zu fusionierenden Unternehmens Basisansatz und Fusionsansatz nennen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$\alpha = \frac{\beta \cdot EN_s^{\ddot{u}}}{EN_s^{f}} \quad \forall s \in \{0;1;2;...;S\}.$$

Dieser Spezialfall liegt dann vor, wenn beide Unternehmen die gleiche Zielsetzung[65] verfolgen und damit die Struktur des Ausschüttungsstroms übereinstimmt.[66]

Eine solche Strukturgleichheit ist jedoch für die Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote eines bestimmten Eigentümers nicht zwingend. Vielmehr kann sie auch dann bestimmt werden, wenn die Entnahmezielsetzung des übertragenden Unternehmens nicht mit der des fusionierten Unternehmens übereinstimmt, also beispielsweise ein Unternehmen, das Ziel „Einkommensmaximierung" verfolgt, während das andere Unternehmen „Vermögensmaximierung" anstrebt.[67]

In Abhängigkeit von der Zielsetzung und dem Entscheidungsfeld des betrachteten Anteilseigners ist durch einen Basisansatz der Umfang der Geschäfte x_j zu ermitteln, die dieser tätigt, solange er am zu übertragenden Unternehmen beteiligt ist. Der zustandsbezogene Zahlungsüberschuß des Objektes j sei z_{js}. Mit Hilfe von Finanzumschichtungen, das heißt Erhöhungen x_j^p oder Verminderungen x_j^n der Geschäfte x_j des Eigners läßt sich die Struktur des Ausschüttungsstroms des neuen fusionierten Unternehmens in die Struktur des ursprünglichen zu übertragenden Unternehmens transformieren und die minimal zu fordernde Anteilsquote am fusionierten Unternehmen aus Sicht des Eigentümers mit folgendem linearen Optimierungsansatz (Bewertungsansatz) bestimmen:[68]

$$\min. A; A := \alpha$$

u. d. N.:

---

[65] Vgl. zu Entnahmezielsetzungen *Hering* (1999), S. 11-13.

[66] Vgl. *Hering* (2004), S. 151 f.

[67] Einkommensmaximierung kann als Zielsetzung unter Unsicherheit ökonomisch nicht zweckmäßig sein, da die Höhe der in einzelnen Zuständen maximal möglichen Entnahmen den Einkommensstrom limitieren kann, obwohl in anderen Zuständen zusätzliche Entnahmen möglich sind, die jedoch nicht positiv bewertet werden. Vgl. *Klingelhöfer* (2003), S. 286, Fn. 25. Dieses Problem der „Flaschenhalsoptimierung" kann unter der Zielsetzung Einkommensmaximierung auch bei Sicherheit auftreten. Vgl. *Hering* (2003), S. 160 f.

[68] Vgl. *Hering* (2004), S. 152. Dieser Bewertungsansatz bestimmt die minimale Beteiligungsquote eines Anteilseigners, welcher die Zielsetzung Vermögensmaximierung verfolgt, unter der Nebenbedingung, daß die individuellen Entnahmen des Anteilseigners im Bewertungsprogramm in jedem Zustand s mindestens so hoch sind wie die Entnahmen des Anteilseigners im Basisprogramm. Weniger restriktiv wäre die Bedingung, daß die Summe der individuellen Entnahmen über alle Zustände s im Bewertungsprogramm der Summe der Entnahmen des Anteilseigners im Basisprogramm entspricht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Liquiditätsnebenbedingungen:

$$\sum_{j=1}^{J} z_{js} \cdot x_j^p - \sum_{j=1}^{J} z_{js} \cdot x_j^n + \alpha \cdot EN_s^f \geq \beta \cdot EN_s^{\ddot{u}} \quad \forall s \in \{0;1;2;...;S\}$$

Beschränkungen der Erhöhung der Geschäfte:

$$-x_j^p \geq -\left(x_j^\circ - x_j\right) \quad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$

Beschränkungen der Verminderung der Geschäfte:

$$-x_j^n \geq -x_j \quad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$

Nichtnegativitätsbedingungen:

$$x_j^p, x_j^n \geq 0 \quad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$

$$\alpha \geq 0$$

Während also der Basisansatz die Zielfunktion des Anteilseigners explizit enthält, spiegelt sich im Bewertungsansatz die Zielsetzung des Eigentümers nur noch implizit durch die sich aus dem Basisprogramm ergebenden Obergrenzen für Erhöhungen oder Verminderungen der Geschäfte x_j wider.[69] Erhöhen läßt sich der Umfang der Geschäfte maximal um die Differenz aus der Obergrenze hinsichtlich der Durchführung des jeweiligen Objektes x_j° und der geplanten Durchführung x_j; verringert werden können sie höchstens um die geplante Durchführung x_j.[70] Sind am zu übertragenden Unternehmen mehrere Eigentümer beteiligt, sind zur Bestimmung der vom Unternehmen insgesamt zu fordernden minimalen Beteiligungsquote am fusionierten Unternehmen die individuellen minimalen Beteiligungsquoten sämtlicher Eigner zu addieren.[71]

II. Minimale Beteiligungsquote am Sparkassenzweckverband

Während in bezug auf Verschmelzungen von Kreditbanken im allgemeinen die minimalen Beteiligungsquoten verschiedener Eigentümer der zu fusionie-

---

[69] Im Falle einer dualen Ausartung des Basisansatzes des Anteilseigners ist kein eindeutiger optimaler Entnahmeplan ermittelbar, so daß die kleinste der für jeden dieser Ausschüttungspläne bestimmten minimalen Beteiligungsquoten gewählt werden muß.

[70] Existiert eine Untergrenze für die Durchführung eines Geschäftes, entspricht die Obergrenze für eine Verringerung dieses Objektes der Differenz aus der tatsächlichen Durchführung und dieser Untergrenze.

[71] Eine auf diese Weise bestimmte minimale Beteiligungsquote des zu übertragenden Unternehmens am fusionierten Unternehmen stellt zwar keinen der Alteigentümer nach einer Fusion schlechter, könnte jedoch zu Konflikten zwischen den Anteilseignern des zu übertragenden Unternehmens führen, falls das Verhältnis der individuellen Beteiligungsquoten der Eigentümer nicht ihren Anteilen am Unternehmen entspricht. Um solche Konflikte zu vermeiden, kann die höchste, sich durch Hochrechnung der individuellen Grenzquoten auf das Gesamtkapital des Altunternehmens ergebende Grenzquote für das Gesamtunternehmen gebildet werden. Vgl. *Hering* (2004), S. 153.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

renden Institute mit sehr unterschiedlichen Zielfunktionen und Entscheidungsfeldern zu berücksichtigen sind, reduziert sich das Problem bei öffentlich-rechtlichen Sparkassen auf den jeweiligen kommunalen Träger, wobei hier davon ausgegangen wird, daß der Träger der zu fusionierenden Sparkasse eine einzelne Kommune und kein Zweckverband ist.[72]

Wie bereits im Abschnitt B.III. beschrieben, setzen sich die Entnahmen der Kommune durch den Sparkassenbetrieb grundsätzlich aus den direkten Ausschüttungen der Sparkasse EN_s^A und den sonstigen finanziellen Auswirkungen EN_s^R zusammen, welche die Trägerkommune aufgrund des Betreibens einer Sparkasse in den zukünftigen unsicheren Zuständen s erwartet. Damit ergeben sich die erwarteten Entnahmen der Kommune durch die zu übertragende Sparkasse als:

$$EN_s^{Sü} = EN_s^{Aü} + EN_s^{Rü} .$$

Die zukünftigen Entnahmen der Kommune durch die fusionierte Sparkasse stellen sich in Abhängigkeit von der zu bestimmenden Beteiligungsquote α wie folgt dar:

$$EN_s^{Sf} = \alpha \cdot EN_s^{Af} + EN_s^{Rf} .$$

Analog zum oben vorgestellten allgemeinen Fusionsansatz läßt sich die minimale Beteiligungsquote α der Trägerkommune einer zu vereinigenden Sparkasse am neuen Zweckverband der fusionierten Sparkasse dann mit Hilfe des folgenden Bewertungsansatzes bestimmen:[73]

$$\text{min. } A;\ A := \alpha$$

u. d. N.:

Liquiditätsnebenbedingungen:

$$\sum_{j=1}^{J} z_{js} \cdot x_j^p - \sum_{j=1}^{J} z_{js} \cdot x_j^n + \alpha \cdot EN_s^{Af} \geq EN_s^{Aü} - \Delta EN_s^R \quad \forall s \in \{0;1;2;...;S\}$$

---

[72] Der Anteil β des betrachteten Eigentümers am zu übertragenden Unternehmen ist demnach gleich eins.

[73] Mit dem folgenden leicht modifizierten Bewertungsansatz läßt sich auch eine Ausgleichszahlung AZ in Form einer minimalen Ausgleichsforderung af oder einer maximalen Ausgleichsbereitschaft ab im Zustand s = 0 der Periode t = 0 bei einer gegebenen Beteiligungsquote α oder für den Fall, daß die Kommune keine direkten Ausschüttungen aus der fusionierten Sparkasse erhält, bestimmen:

$$\text{min. } AZ;\ AZ := af - ab$$

$$\text{u.d.N.} \quad \sum_{j=1}^{J} z_{j0} \cdot x_j^p - \sum_{j=1}^{J} z_{j0} \cdot x_j^n + \alpha \cdot EN_0^{Af} + af - ab \geq EN_0^{Aü} - \Delta EN_0^R$$

$$\sum_{j=1}^{J} z_{js} \cdot x_j^p - \sum_{j=1}^{J} z_{js} \cdot x_j^n + \alpha \cdot EN_s^{Af} \geq EN_s^{Aü} - \Delta EN_s^R \qquad \forall s \in \{1;2;...;S\}$$

$$-x_j^p \geq -\left(x_j^o - x_j\right) \qquad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$

$$-x_j^n \geq -x_j \qquad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$

$$x_j^p, x_j^n \geq 0 \qquad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$

$$ab, af \geq 0$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Beschränkungen der Erhöhung der Geschäfte:

$$-x_j^p \geq -\left(x_j^o - x_j\right) \quad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$

Beschränkungen der Verminderung der Geschäfte:

$$-x_j^n \geq -x_j \quad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$

Nichtnegativitätsbedingungen:

$$x_j^p, x_j^n \geq 0 \quad \forall j \in \{1;2;...;J\}$$
$$\alpha \geq 0$$

Die erwarteten sonstigen finanziellen Änderungen – das heißt unabhängig von eventuellen Ausschüttungen – der betrachteten Kommune infolge der Vereinigung ihrer Sparkasse mit anderen Sparkassen drückt die Variable ΔEN_s^R ($\Delta EN_s^R = EN_s^{Rf} - EN_s^{Rü}$) aus, die sowohl positiv als auch negativ sein kann.

Da von einer grundsätzlichen Änderung der Geschäftspolitik aufgrund des in den Sparkassengesetzen kodifizierten öffentlichen Auftrages abgesehen werden kann,[74] lassen sich finanzielle Veränderungen im kommunalen Haushalt infolge der Vereinigung vor allem durch eine mögliche Verlagerung des Hauptsitzes der Sparkasse und eine Veränderung der Beschäftigtenstruktur begründen. Eine abschließende Aufzählung aller möglichen finanziellen Konsequenzen einer Vereinigung von öffentlich-rechtlichen Sparkassen auf die beteiligten Kommunen wird hier nicht angestrebt, da diese vom jeweiligen Einzelfall abhängig sind.

Infolge der Vereinigung der Sparkassen muß die von der vereinigten Sparkasse zu zahlende Gewerbesteuer auf die am Zweckverband der Sparkasse beteiligten Kommunen aufgeteilt werden.[75] Die Gewerbesteuer eines Mehrbetriebsunternehmens[76] wird nach dem „Verhältnis, in dem die Summe der Arbeitslöhne, die an die bei allen Betriebsstätten (§ 28) beschäftigten Arbeitnehmer gezahlt worden sind, zu den Arbeitslöhnen steht, die an die bei den Betriebsstätten der einzelnen Gemeinden beschäftigten Arbeitnehmer gezahlt worden sind“[77], auf die betroffenen Gemeinden aufgeschlüsselt. Stimmt also das

---

[74] Grundsätzlich sind aber aufgrund des Interpretationsspielraumes im Zusammenhang mit dem öffentlichen Auftrag auch finanzielle Auswirkungen auf den kommunalen Haushalt durch eine veränderte Geschäftspolitik nach einer Sparkassenvereinigung denkbar, beispielsweise hinsichtlich der Geschäftsbeziehung zur Kommune oder in bezug auf Spenden der Sparkasse an soziale und kulturelle Einrichtungen, die den kommunalen Haushalt entlasten können.

[75] Vgl. § 30 GewStG.

[76] Ein Mehrbetriebsunternehmen umfaßt mehrere örtliche Einheiten, also eine Haupt- und eine oder mehrere Zweigniederlassungen.

[77] § 29 Abs. 1 GewStG.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Verhältnis von Gewerbeertrag und Arbeitslöhnen über alle Betriebsstätten der Sparkasse in den einzelnen an der Vereinigung beteiligten Kommunen nicht überein, ändert sich bereits unabhängig von anstehenden Veränderungen hinsichtlich der Höhe des Gewerbeertrages und der Höhe der Arbeitslöhne der Umfang der Gewerbesteuereinnahmen der Gemeinden. Als Konsequenz der Fusion werden aber die Hauptsitze der zu vereinigenden Sparkassen zusammengelegt, so daß mindestens eine der beteiligten Trägerkommunen den bisher in ihrem Gebiet vorhandenen Hauptsitz der öffentlich-rechtlichen Sparkasse und damit voraussichtlich auch insbesondere lohnintensivere Arbeitsplätze verliert. Dies hat zusätzlich Auswirkungen auf die Höhe der Gewerbesteuereinnahmen der Kommunen.

Im Zusammenhang mit der Verlagerung des Hauptsitzes stehende Wohnsitzverlagerungen der Beschäftigten können zusätzlich die Höhe des Gemeindeanteils an der Einkommensteuer der Kommunen beeinflussen. Der Gemeindeanteil an der Einkommensteuer einer einzelnen Gemeinde am gesamten den Kommunen eines Bundeslandes zur Verfügung stehenden Aufkommen ist abhängig von der Schlüsselzahl der jeweiligen Gemeinde.[78] Die Schlüsselzahl einer Gemeinde entspricht dem Verhältnis der Einkommensteuerbeträge auf das Sockeleinkommen, welche in der entsprechenden Gemeinde von Einwohnern mit Erstwohnsitz gezahlt werden, an den gesamten Einkommensteuerbeträgen auf das Sokkeleinkommen, welche die Einwohner mit Erstwohnsitz des dazugehörigen Bundeslandes zahlen.[79] Auch im Rahmen einer Vereinigung vorgenommene Entlassungen können Einfluß auf die Höhe des Gemeindeanteils an der Einkommensteuer haben. So werden sich die Einkommensteuerbeträge auf das Sockeleinkommen der Gemeinde und damit auch die Schlüsselzahl der Gemeinde zur Aufteilung des Gemeindeanteils an der Einkommensteuer im Falle der Entlassung von Arbeitnehmern mit Wohnsitz in der Gemeinde verringern, falls die Arbeitnehmer keine neue Beschäftigung finden[80] oder, wenn sie eine neue Beschäftigung finden, sie ihren Wohnsitz in eine andere Kommune verlagern.

Der Verteilungsschlüssel für den Gemeindeanteil an der Umsatzsteuer setzt sich aus vier unterschiedlich gewichteten Komponenten zusammen. Dazu gehö-

---

[78] Die Kommunen erhalten 15 % des Aufkommens an Lohnsteuer und an veranlagter Einkommensteuer sowie 12 % des Aufkommens aus dem Zinsabschlag. Vgl. § 1 Gemeindefinanzreformgesetz.

[79] Vgl. § 3 Gemeindefinanzreformgesetz. Veränderungen der Schlüsselzahl wirken sich auf die Höhe des Gemeindeanteils an der Einkommensteuer stark zeitverzögert aus, da sie auf den Lohn- und Einkommensteuerstatistiken des Statistischen Bundesamtes beruhen. Vgl. § 2 Gemeindefinanzreformgesetz.

[80] Längerfristig betrachtet, können auf die Gemeinde auch zusätzliche Ausgaben der Sozialhilfe oder zukünftig des Arbeitslosengeldes II zukommen. Zunächst erhalten diese ehemaligen Arbeitnehmer jedoch beitragsfinanziertes Arbeitslosengeld I.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ren die Anteile der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten, der gezahlten Löhne und Gehälter, der Sachanlagen sowie der Vorräte der betrachteten Gemeinde an denen des entsprechenden Bundeslandes insgesamt. Da eine Vereinigung von öffentlich-rechtlichen Sparkassen – wie bereits oben ausgeführt – Auswirkungen auf die Zahl der Beschäftigten und die Höhe der Löhne und Gehälter der betrachteten Kommune haben kann, wäre in diesem Zusammenhang auch eine Veränderung der Höhe des Gemeindeanteils an der Umsatzsteuer möglich. Aber auch die Höhe der Sachanlagen – zu denen beispielsweise Grundstücke und Gebäude gehören – der beteiligten Kommunen könnte durch eine Fusion von Sparkassen beeinflußt werden.

Neben den allgemeinen finanziellen Veränderungen des kommunalen Haushalts aufgrund der Vereinigung, ist die Kenntnis der erwarteten Ausschüttungen $EN_s^{Aü}$ notwendig, welche die Trägerkommune durch die alte zu übertragende Sparkasse in den einzelnen Zuständen s bekommen würde sowie die Information über die Höhe der Ausschüttungen EN_s^{Af}, die die neue fusionierte Sparkasse voraussichtlich generieren kann. Die erwarteten Entnahmen EN_s^{A} aus einer Sparkasse können beispielsweise mit Hilfe von linearen Optimierungsmodellen zur Investitionsbewertung unter Unsicherheit[81] ermittelt werden. Bei der Anwendung dieser Modelle sind vor allem auch die im Abschnitt B.II. dargestellten allgemeinen bewertungsrelevanten Besonderheiten von Kreditinstituten sowie die sparkassenspezifischen Eigenheiten der Bewertung zu berücksichtigen.[82]

Zusätzlich interessieren die kommunalen Investitionsprojekte sowie die damit im Zusammenhang stehenden Geldanlagen und Kreditaufnahmen der Kommune, die sie dann tätigen würde, wenn ihre Sparkasse nicht vereinigt wird, sondern wie bisher weiterbesteht. Bestimmen könnte die Kommune diese beispielsweise mit Hilfe eines integrierten linearen Optimierungsmodells unter Berücksichtigung ihrer Zielsetzung und ihrem Entscheidungsfeld, welches insbesondere auch die kommunalen haushaltsrechtlichen Restriktionen enthalten muß. Die Informationen über die geplanten kommunalen Geschäfte sowie deren Ober- und Untergrenzen sind erforderlich, um die Restriktionen hinsichtlich der möglichen Finanzumschichtungen abzuleiten, welche wiederum notwendig sind, um die Entnahmestruktur der übertragenden Sparkasse in die Entnahmestruktur der vereinigten Sparkasse transformieren zu können.

---

[81] Vgl. *Hering* (1999), S. 129-139 u. 181-188; *Hering* (2000), S. 363-366; *Klingelhöfer* (2003), S. 286-288.

[82] Vgl. zu Modellen der Gesamtplanung in Banken *Deppe* (1969); *Lohmann* (1970); *Meyer zu Selhausen* (1970); *Lippmann* (1970); *Kolbeck* (1971); *Potthoff* (1977).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Schlußbetrachtung

Das vorgestellte Modell ermöglicht die Ermittlung der minimalen Beteiligungsquote des kommunalen Trägers einer öffentlichen Sparkasse am infolge einer Vereinigung mit anderen Sparkassen neu entstehenden Zweckverband, wobei ausschließlich monetäre Aspekte berücksichtigt werden. Die minimale Beteiligungsquote stellt die Grenze der Konzessionsbereitschaft der jeweiligen Partei dar, so daß die Einigung auf ein bestimmtes Beteiligungsverhältnis in der Verhandlung zwischen den Konfliktparteien nur dann möglich ist, wenn die Summe der minimalen Beteiligungsquoten der einzelnen Parteien nicht größer als 100 Prozent ist.

Literaturverzeichnis

Ballwieser, W. / *Leuthier*, R. (1986): Betriebswirtschaftliche Steuerberatung: Grundprinzipien, Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung (Teil I). „Deutsches Steuerrecht", Jg. 24, S. 545-551.

Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht (2003): Die Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung. Basel.

Becker, D. (1999): Bewertung von Bankakquisitionen unter Einbeziehung von Zusammenschlußeffekten. Berlin.

Bosse, B. R. (1982): Rechtsprobleme des Zusammenschlusses von Sparkassen. Berlin.

Brandt, H.-D. (1993): Wem gehören die Sparkassen? „Sparkasse", Jg. 110, S. 54-55.

Brösel, G. (2002): Medienrechtsbewertung. Wiesbaden.

Buddeberg, H. (1959): Betriebslehre des Binnenhandels. Wiesbaden.

Büschgen, H. E. (1998): Bankbetriebslehre: Bankgeschäfte und Bankmanagement. 5. Aufl., Wiesbaden.

Dehe, H. G. (1982): Öffentlicher Auftrag. In: Handwörterbuch der Sparkassen. Bd. 3, Stuttgart, S. 210-218.

Deppe, H.-D. (1964): Der Bankbetrieb als Gegenstand von Wachstumsanalysen. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 34, S. 353-381.

– (1969): Bankbetriebliches Wachstum – Funktionalzusammenhänge und Operations Research. Stuttgart.

Eichhorn, P. / *Friedrich*, P. (1976): Verwaltungsökonomie. Baden-Baden.

Eilenberger, G. (1997): Bankbetriebswirtschaftslehre: Grundlagen – Internationale Bankleistungen – Bank-Management. 7. Aufl., München / Wien.

Ellgering, I. (1973): Zweckverbandssparkassen in der Bundesrepublik Deutschland. Stuttgart.

– (1999): Zweckverbandssparkassen in Deutschland. In: Der Zweckverband als Organisationsform kommunaler Sparkassen. Hrsg. v. Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation e. V. Stuttgart, S. 62-72.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Engelsing, F. (1999): Zahlungsunfähigkeit von Kommunen und anderen juristischen Personen des öffentlichen Rechts: Vollstreckung und finanzielle Einstandspflicht. Stuttgart u. a.

Gutenberg, E. (1983): Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre – Die Produktion. 24. Aufl., Berlin u. a.

Hartmann-Wendels, Th. / *Pfingsten*, A. / *Weber*, M. (2004): Bankbetriebslehre. 3. Aufl., Berlin u. a.

Hedrich, C.-Ch. (1993): Die Privatisierung der Sparkassen – Ein Beitrag zu den institutionellen Problemen der Deregulierung. Baden-Baden.

Heinen, E. (1976): Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen – Das Zielsystem der Unternehmung. 3. Aufl., Wiesbaden.

Hering, Th. (1999): Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung. Wiesbaden.

– (2000): Das allgemeine Zustands-Grenzpreismodell zur Bewertung von Unternehmen und anderen unsicheren Zahlungsströmen. „Die Betriebswirtschaft", Jg. 60, S. 362-378.

– (2003): Investitionstheorie. 2. Aufl., München.

– (2004): Der Entscheidungswert bei der Fusion. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 56, S. 148-165.

Höhmann, K. (1998): Shareholder Value von Banken. Wiesbaden.

Jaensch, G. (1966a): Ein einfaches Modell der Unternehmensbewertung ohne Kalkulationszinsfuß. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 18, S. 660-679.

– (1966b): Wert und Preis der ganzen Unternehmung. Köln / Opladen.

Karl-Bräuer-Institut (Hrsg.) (1994): Privatisierung von Sparkassen und Landesbanken. Wiesbaden.

Klein, M. (2003): Die Privatisierung der Sparkassen und Landesbanken – Begründungen, Probleme und Möglichkeiten aus ökonomischer und rechtlicher Perspektive. Frankfurt am Main.

Klingelhöfer, H. E. (2003): Investitionsbewertung auf unvollkommenen Kapitalmärkten unter Unsicherheit. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 55, S. 279-305.

Kolbeck, R. (1971): Bankbetriebliche Planung – Planungsmöglichkeiten bei Kreditbanken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften. Wiesbaden.

Körnert, J. (1998): Dominoeffekte im Bankensystem – Theorien und Evidenz. Berlin.

– (2000): Theorien über Dominoeffekte im Bankensystem – Darstellung, Kritik und Regulierungsansätze. In: Finanzielle Märkte und Banken – Innovative Entwicklungen am Beginn des 21. Jahrhunderts. Hrsg. v. J. Holst / M. Wilkens. Berlin, S. 365-399.

– (2003): Balanced Scorecard. Theoretische Grundlagen und Perspektivenwahl für Kreditinstitute. Berlin.

Kosiol, E. (1966): Die Unternehmung als wirtschaftliches Aktionszentrum – Einführung in die Betriebswirtschaftslehre. Reinbek bei Hamburg.

Krumnow, J. et al. (1994): Rechnungslegung der Kreditinstitute: Kommentar zum Bilanzrichtlinie-Gesetz und zur RechKredV. Stuttgart.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kümmel, A. T. (1995): Bewertung von Kreditinstituten nach dem Shareholder-value-Ansatz: unter besonderer Berücksichtigung des Zinsänderungsrisikos. 2. Aufl., Ludwigsburg u. a.

Lipfert, H. (1970): Nationaler und internationaler Zahlungsverkehr. 2. Aufl., Wiesbaden.

Lippmann, H. (1970): Die dynamische Planung des finanziellen Bereichs von Banken an Hand von Modellen. Münster.

Loesch, A. von (1977): Die gemeinwirtschaftliche Unternehmung – Vom antikapitalistischen Ordnungsprinzip zum marktwirtschaftlichen Regulativ. Köln.

Lohmann, K. (1970): Nichtlineare Modelle zur finanziellen Leistungsprogrammplanung von Kreditinstituten. Göttingen.

Löwer, W. (1993): Privatisierung von Sparkassen. „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft", Jg. 5, S. 108-112.

Maleri, R. (1970): Betriebswirtschaftliche Probleme der Dienstleistungsproduktion. Mannheim.

– (1973): Grundzüge der Dienstleistungsproduktion. Berlin u. a.

Matschke, M. J. (1972): Der Gesamtwert der Unternehmung als Entscheidungswert. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 24, S. 146-161.

– (1975): Der Entscheidungswert der Unternehmung. Wiesbaden.

– (1979): Funktionale Unternehmensbewertung. Bd. II: Der Arbitriumwert der Unternehmung. Wiesbaden.

– (2000): Unternehmensbewertung: Anlässe und Konzeptionen. In: Lexikon der Betriebswirtschaftslehre. Hrsg. v. H. Corsten. 4. Aufl., München u. a., S. 971-974.

– (2003): Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, Vortrag im Rahmen der EUROFORUM-Jahrestagung in Mainz am 12. März 2003, http://www.rsf.uni-greifswald.de/bwl/finanzwirtschaft/Lehrstuhl%20Homepage/Finanzwirtschaft%20Startseite.htm.

Meyer zu Selhausen, H. (1970): Die Optimalplanung von Kapitalbeschaffung und Kapitalverwendung einer Kreditbank mit den Methoden der Unternehmensforschung. Köln.

Möschel, W. (1993): Privatisierung der Sparkassen: Zu den jüngsten Vorschlägen der Monopolkommission. „Wertpapiermitteilungen: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht", Jg. 47, S. 93-99.

Moxter, A. (1976): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung. 2. Aufl., Wiesbaden.

Mülhaupt, L. (1956): Umsatz-, Kosten, und Gewinnplanung einer Kreditbank. „Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", Jg. 8, S. 7-74.

Mülhaupt, L. / *Dolff*, P. (1981): Zielsystem im Sparkassenbetrieb. Betriebswirtschaftliche Fachtagung 28./29. Mai 1974. Hrsg. v. Rheinischen Sparkassen- und Giroverband. Duisburg 1975, S. 32-57. Wiederabgedruckt in: Texte zur wissenschaftlichen Bankbetriebslehre II. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen, S. 675-700.

Potthoff, P. (1977): Planungsverfahren unter Unsicherheit als Instrument der strategischen und taktischen Gesamtplanung einer Universalbank. Münster.

Rehm, H. (1993a): Diskussion über Sparkassenprivatisierung – eine Herausforderung. „Sparkasse", Jg. 110, S. 173-178.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

– (1993b): Öffentlich-rechtliche Sparkassen: Privatisierung, weil erfolgreich im Wettbewerb? „Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht", Jg. 47, S. 133-139.

Reicherter, M. (2000): Fusionsentscheidung und Wert der Kreditgenossenschaft. Wiesbaden.

Schindler, M. / *Neuberger*, D. (2000): Ist der öffentliche Auftrag im deutschen Sparkassensektor zeitgemäß? Rostock.

Schlierbach, H. (2003): Das Sparkassenrecht in der Bundesrepublik Deutschland. 5. Aufl., Stuttgart.

Schmidhuber, H. (1993): Der öffentliche Auftrag der Sparkassen würde mit einer Privatisierung aufgegeben. „Sparkasse", Jg. 110, S. 348-349.

Schneider, S. (1978): Die Planung von Bereichszielen bei öffentlichen Verwaltungen unter spezieller Berücksichtigung der Kommunalverwaltungen. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 30, S. 561-585.

Seifert, E. (1984): Privilegierung und Regulierung im Bankwesen: Ein Beitrag zur ordnungspolitischen Problematik branchenorientierter Strukturpolitik. Baden-Baden.

Stein, J. H. von (2000): Arten und Wesensmerkmale der Bankleistung. In: Geld-, Bank- und Börsenwesen – Handbuch des Finanzsystems. Hrsg. v. J. von Hagen / J. H. von Stein. 40. Aufl., Stuttgart, S. 555-557.

Steiner, J. (1994): Bankenmarkt und Wirtschaftsordnung: Sparkassen und Landesbanken in der Privatisierungsdiskussion. Frankfurt am Main.

Süchting, J. / *Paul*, S. (1998): Bankmanagement. 4. Aufl., Stuttgart.

Thiemeyer, T. (1975): Wirtschaftslehre öffentlicher Betriebe. Reinbek bei Hamburg.

Zensen, R. (2002): Die Bewertung von deutschen Universalbanken unter Berücksichtigung rechtsformspezifischer Besonderheiten. Frankfurt am Main.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Das Modellrisiko der Kreditportfoliorisikomodelle – Konzeptionalisierung und Ursachen

Von Hermann Meyer zu Selhausen

A. Konzeptionalisierung des Modellrisikos

Kreditportfoliorisikomodelle (KPRM) sind *Prognosemodelle*, die für ein gegebenes Kreditportfolio den Wertverlust prognostizieren, der, ausgehend vom Analysezeitpunkt t_0, bis zum Zeithorizont t_1 eintreten wird. Diese Prognose wird nicht in deterministischer Form, also als fester Betrag für den Kreditverlust, sondern in stochastischer Form als Dichtefunktion (Probability Distribution Function, PDF) für den Kreditverlust erstellt. Als Ergebnis erhält der Anwender bei den meisten KPRM nicht nur die ersten beiden Momente der PDF, also Erwartungswert und Varianz, sondern auch die individuelle Form der Verteilung, mit deren Hilfe primär der Unexpected Loss eines Kreditportfolios ermittelt werden soll. Von großer Bedeutung sind auch die höheren Momente der PDF, insbesondere Schiefe und Kurtosis.

Aus dieser Verteilung kann der Anwender als Prognose des Modells den Credit Value-at-Risk (CVaR) ablesen, also den Kreditverlust des Portfolios, der mit vorgegebener Wahrscheinlichkeit von zum Beispiel 99 Prozent nicht überschritten wird. Dies ist ein gebräuchliches Maß für den Unexpected Loss, der bei KPRM im Vordergrund steht. Betrachtet werden in diesem Beitrag nur Portfolios mit *Bankkrediten* von Unternehmen, die keine Anleihen emittiert haben, so daß keine Anleihe-Spreads beobachtbar sind, an denen man etwas über die Bonitätsveränderungen der Kreditnehmer ablesen könnte.

Der vorliegende Beitrag bezieht sich auf die *bekannten KPRM*: CreditMetrics von J. P. Morgan[1] und CreditRisk^{+}[2] sind durch Publikationen ausführlich dokumentiert, und die kommerziellen Modelle wie zum Beispiel KMV (*Kealhofer/McQuowen/Vasicek*)[3] und CreditPortfolioView von McKinsey[4] sind aus

[1] Vgl. *Morgan* (1997). Vgl. auch den Beitrag von *Huschens* in diesem Band.
[2] Vgl. Credit Suisse First Boston (1997).
[3] Vgl. *Crosbie/Bohn* (2002).
[4] Vgl. *Wilson* (1997).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

naheliegenden Gründen nicht vollständig publiziert. Aus Wettbewerbsgründen haben die großen Banken, die mit KPRM arbeiten, über ihre Weiterentwicklungen praktisch nichts veröffentlicht. Daher sind schon vor Jahren Task Forces eingesetzt worden, die aus der Perspektive der *Bankenaufsicht* Bestandsaufnahmen bei großen europäischen und US-amerikanischen Banken durchgeführt haben.[5] Diese Task Forces werden im folgenden als Basle Task Force beziehungsweise Fed Task Force bezeichnet. Insbesondere der Bericht des Federal Reserve Board weist in geradezu drastischer Weise auf das Bestehen von *Modellrisiken* hin, die die Fed Task Force bei den KPRM der untersuchten US-amerikanischen Banken festgestellt hat.[6] Seither sind diese Modelle von den großen Banken erheblich weiterentwickelt worden. An der Art der bei diesen Modellen auftretenden Modellrisiken hat sich dadurch aber nichts Grundsätzliches geändert.

I. Modellrisiko erster Ordnung

In bezug auf Prognosemodelle sind zwei Arten von Modellrisiko zu unterscheiden, die hier als Modellrisiko erster und zweiter Ordnung bezeichnet werden. Das Modellrisiko erster Ordnung kommt in den *Prognosefehlern*, also den Abweichungen der modellbasiert berechneten Prognosen von den Realisationen der zu prognostizierenden Größen zum Ausdruck. Bei der Entwicklung von Prognosemodellen geht man grundsätzlich so vor, daß man, zum Beispiel bei der Zeitreihenprognose, den Datenhorizont der jeweiligen Zeitreihe in zwei Abschnitte einteilt, eine Schätz- und eine Teststichprobe. Für die *Schätzstichprobe* werden die Parameter für das Prognosemodell so gewählt, daß die Prognosefehler, also die zu den einzelnen Beobachtungszeitpunkten feststellbaren Abweichungen der Prognosen gegenüber den tatsächlichen Beobachtungen (Realisationen) der Zeitreihe minimiert werden. Zu diesem Zweck berechnet man den Systematischen Fehler (Bias) und den Standardfehler. Der *Systematische Fehler* ergibt sich als Mittelwert der Abweichungen unter Berücksichtigung von deren Vorzeichen. Er zeigt an, ob die Prognosen die Realisationen der Zeitreihe im Mittel, also systematisch, unter- oder überschreiten, zum Beispiel um 5 Prozent, was darauf hindeutet, daß ein anderer Prognosemodelltyp erprobt werden sollte. Der *Standardfehler* wird dagegen als Standardabweichung der Prognosen von den Realisationen der Zeitreihe (ohne Vorzeichenberücksichtigung) berechnet. Wenn der Anwender den Bias senken möchte, wendet er alternative Prognosemodelle auf die Schätzstichprobe an und bestimmt wieder die Modellparameter, bei deren Verwendung der Bias möglichst nahe Null und der Standardfehler

[5] Vgl. Basle Committee on Banking Supervision (1999) und Federal Reserve Board (1998).

[6] Vgl. Federal Reserve Board (1998), S. 39 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

möglichst niedrig ist. Aus diesen Prognosemodellen wählt er dann das Modell aus, bei dem der Standardfehler minimal ist.

Der Test des auf diese Weise mit Modelltyp und Parameterwerten spezifizierten Prognosemodells erfolgt nun anhand der *Teststichprobe*, also des zweiten Abschnittes der Zeitreihe, der für die Spezifikation des Prognosemodells nicht verwendet worden ist (Out-of-Sample-Test). Der Systematische Fehler und der Standardfehler, die sich dann für die Teststichprobe ergeben, ermöglichen eine näherungsweise objektive Aussage über die Leistungsfähigkeit des ausgewählten Prognosemodells, allerdings eingeschränkt auf die zugrunde liegende Zeitreihe. Um eine verallgemeinernde Aussage über die Leistungsfähigkeit des Prognosemodells treffen zu können, müßte man es im Prinzip an der Menge aller Zeitreihen testen, und da dies grundsätzlich nicht möglich ist, wenigstens an einer repräsentativen Stichprobe aus der Menge aller Zeitreihen.

Die Leistungsfähigkeit oder, als Korrelat hierzu, das *Modellrisiko erster Ordnung* eines Prognosemodells zeigt sich in der Häufigkeitsverteilung der einzelnen Prognosefehler, also der Abweichungen der Prognosen von den Realisationen. Ist der Bias des Prognosemodells, also der Mittelwert der Abweichungen, nahe Null, dann kann man die jeweils mit dem Prognosemodell erstellte Prognose mit der Fehlerverteilung des Modells umlagern, um das Modellrisiko sichtbar zu machen. Je größer die Streuung der Fehlerverteilung, desto größer ist das Modellrisiko des Prognosemodells. Anhand der Fehlerverteilung kann man dann konkrete Aussagen über das Modellrisiko des Prognosemodells machen: Analog zum Value-at-Risk kann man ablesen, mit welcher Wahrscheinlichkeit eine mit dem Modell erstellte Prognose eine vorgegebene Abweichung von zum Beispiel 10 Prozent über- oder unterschreitet. Diese Art von Modellrisiko, die sich in der Fehlerverteilung des Prognosemodells zeigt, wird im vorliegenden Beitrag als Modellrisiko erster Ordnung bezeichnet.

II. Modellrisiko zweiter Ordnung

Auch bei KPRM müsste das Modellrisiko erster Ordnung in Abweichungen der zu t_0 modellbasiert berechneten Kreditverlustprognosen gegenüber dem tatsächlichen Kreditverlust eines Portfolios zum Ausdruck kommen, der bis zum festgelegten Zeithorizont t_1 eintritt. Im Prinzip müßte man bei der Prüfung der Leistungsfähigkeit von KPRM in methodischer Hinsicht genauso verfahren wie bei dem einfachen Zeitreihenprognosemodell: Anhand einer *Schätzstichprobe von Kreditportfolios* einer gewissen Anzahl von Banken müßten die Parameterwerte des jeweiligen KPRM berechnet werden, und, mit diesen Parameterwerten ausgestattet, müßte das Modell dann auf die *Teststichprobe von Kreditportfolios* einer gewissen Anzahl von anderen Banken angewandt werden. Für die dabei auftretenden Abweichungen zwischen dem modellbasiert prognosti-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zierten und dem tatsächlichen Kreditverlust der Portfolios müßten dann auch der Systematische Fehler und der Standardfehler berechnet werden, damit man wenigstens näherungsweise eine objektive Aussage über die Leistungsfähigkeit beziehungsweise das Modellrisiko des verwendeten Modells treffen könnte.

Auch das Modellrisiko eines KPRM wird hier in Analogie zum Value-at-Risk (VaR) als die Gefahr verstanden, daß am Analysezeitpunkt t_0 mit Hilfe eines KPRM aufgrund ungeeigneter Modellstrukturen und/oder Parameterschätzungen für konkrete Kreditportfolios Portfoliokreditverlust-Prognosen erstellt werden, die von den bis zum Zeithorizont t_1 realisierten Portfoliokreditverlusten abweichen. Im Kreditportfoliorisiko-Management kommt es dann zu Fehlentscheidungen und damit zu modellbedingten Verlusten, wenn Risikomanager sich auf die mit dem KPRM erstellten Prognosen verlassen. Diese Gefahr der Abweichung, konkret die Wahrscheinlichkeit dafür, daß die modellbasiert erstellten Prognosen die zugehörigen Realisationen um ein vorgegebenes Ausmaß über- oder unterschreiten, kann bei KPRM aber nicht angegeben werden.[7]

Aufgrund der bei KPRM üblicherweise angenommenen langen Haltedauer von einem Jahr steht je Portfolio und Jahr nur eine Portfoliokreditausfall-Beobachtung zur Verfügung. Da die Prognose eines KPRM für ein konkretes Portfolio die Form einer Wahrscheinlichkeitsverteilung (PDF) aufweist, kann man mit einer oder wenigen Ausfallbeobachtungen den Prognosefehler des KPRM gar nicht ermitteln. Aus diesem Grunde kann man für KPRM prinzipiell keine Fehlerverteilungen ermitteln, die konkrete Aussagen über das Ausmaß des Modellrisikos von KPRM erlauben würden. Diese Art von Modellrisiko, die darin besteht, daß über das Modellrisiko gar keine Aussagen getroffen werden können, wird in dem vorliegenden Beitrag als *Modellrisiko zweiter Ordnung* bezeichnet.

B. Einzelgeschäftsbezogene Bonitätsänderungs- und Kreditausfallprozesse

Im vorliegenden Beitrag werden vor dem Hintergrund der Bonitätsänderungs- und Kreditausfallprozesse einzelner Kreditnehmer, die nicht als Bestandteil eines Kreditportfolios behandelt werden, die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen einzelgeschäftlicher und portfoliobezogener Kreditrisikomessung herausgearbeitet. Ganz bewußt wird dabei auf ein ganz einfaches und sehr bekanntes Kreditmodell Bezug genommen, das Credit Scoring-Modell auf der Grundlage der multiplen Diskriminanzanalyse (MDA). Dieses Modell wird hier nur als Demonstrationsmodell verwendet, und es besteht daher nicht die Ab-

[7] Vgl. *Meyer zu Selhausen* (2004a).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sicht, modelltechnische Details, neuste Entwicklungen, Leistungsvergleiche mit anderen Modelltypen oder ähnliches zu präsentieren.

I. Die Nicht-Beobachtbarkeit von einzelgeschäftsbezogenen Prozessen

Prozesse vollziehen sich im Zeitablauf. Als Beispiele seien hier die fortlaufenden Notierungen von börsengehandelten Aktien und Derivaten, die laufende Berechnung von Indizes etc. genannt. Dabei handelt es sich um Realisationen von Prozessen, die ständig *direkt beobachtbar* sind. Händler, die diese Kurse, Indexwerte etc., allgemein Prozeßrealisationen, für ihre Handelstätigkeit benötigen, oder Controller, die sie beim Risikomanagement verwenden, können sie ständig während der Handelszeit an ihren Bildschirmen ablesen. Sie werden mit Hilfe von Kursinformationssystemen gegebenenfalls sogar Real-Time bereitgestellt.

Ganz anders verhält es sich bei den *Bonitätsänderungen* einzelner Kreditnehmer. Sie vollziehen sich zwar auch im Zeitablauf, sie sind aber *nicht direkt beobachtbar*. Für diese Kreditnehmer sind nur bestimmte Risikofaktoren wie zum Beispiel der Verschuldungsgrad oder Bonitätsschätzwerte wie zum Beispiel Ratings direkt beobachtbar. Der Ausfall eines Kreditnehmers (Credit Event) ist zwar auch direkt beobachtbar, aber diese Information kommt für die Risikomessung am Analysezeitpunkt t_0 zu spät.

II. Die Modellierung des nicht-beobachtbaren einzelgeschäftsbezogenen Bonitätsänderungs- und Kreditausfallprozesses

1. Ersatzgrößen für nicht direkt beobachtbare Modellparameter

Bei Schätzung und Vorhersage der Modellparameter von Prognosemodellen, und dazu gehören ja auch die Kreditmodelle, unterscheidet man in methodischer Hinsicht zwischen direkter und indirekter Beobachtung empirischer Größen. *Indirekte Beobachtung* setzt voraus, daß eine *Ersatzgröße* direkt beobachtbar ist, die mit dem nicht direkt beobachtbaren Modellparameter in einem bekannten Zusammenhang steht, der auch als Schätzmodell bezeichnet wird. Mit Hilfe des Schätzmodells ist dann ein eindeutiger Rückschluß auf den nicht beobachtbaren Modellparameter möglich. Entscheidend ist dabei aber, daß die Eignung der beobachtbaren Ersatzgröße für den Prognosezweck am Prognosefehler des Modells erkennbar ist.[8] Das gilt für einzelne Ersatzgrößen ebenso wie für Konstellationen von mehreren Ersatzgrößen.

[8] Vgl. *Hanssmann* (1993), S. 97 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Entwicklung eines Credit Scoring-Modells als Schätzmodell für die Bonität einzelner Kreditnehmer

Die Bonität eines Kreditnehmers ist eine nicht beobachtbare Schätzgröße, die durch ein Schätzmodell, hier zum Beispiel durch ein Credit Scoring-Modell mit Hilfe der MDA ermittelt werden soll. Die Eingangsgrößen des Modells sind die Ausprägungen beobachtbarer Risikofaktoren, die sorgfältig ausgewählt und in bezug auf den Zweck der Bonitätsprognose auf ihre Eignung geprüft werden müssen. Das Credit Scoring-Modell hat die folgende Grundform:

Nicht-beobachtbare Bonität eines Kreditnehmers =
f (beobachtbaren Risikofaktoren)

Die Gewichte der Risikofaktoren, hier also die Diskriminanzkoeffizienten, werden anhand einer Schätzstichprobe von Kreditfällen geschätzt, die aus einer Teilmenge von „guten" und einer Teilmenge von „schlechten" Kreditfällen besteht. Für jeden Kreditfall der Schätzstichprobe ergibt sich ein Diskriminanzwert (D-Wert), wenn man die Ausprägungen der Risikofaktoren des Kreditfalles erhebt und in das Diskriminanzmodell einsetzt. Für die Teilmengen der „guten" und „schlechten" Kreditfälle der Schätzstichprobe erhält man jeweils eine eigene Verteilung der D-Werte. Die Schätzung der Koeffizienten mit Hilfe der MDA erfolgt so, daß sich die Mittelwerte der beiden Verteilungen der D-Werte für „gute" und „schlechte" Kreditfälle möglichst stark unterscheiden und die beiden Verteilungen einen möglichst kleinen Überlagerungsbereich aufweisen. Kreditfälle, deren D-Wert in den Überlagerungsbereich fällt, können nur mit einer relativ hohen Fehlerquote der einen oder anderen Verteilung, also der Teilmenge der „guten" oder der der „schlechten" Kreditfälle zugeordnet werden.

Der Anwender muß sich nun entscheiden, bei welchem D-Wert er die Grenze ziehen will, die auch als Cut-off Point bezeichnet wird. Wenn das Modell so strukturiert ist, daß hohe D-Werte eine gute Bonität anzeigen, dann führt eine Erhöhung des Cut-off Point zu einer Senkung des Fehlers 1. Art, der darin besteht, daß Kreditnehmer für „gut" gehalten und akzeptiert werden, die in Wirklichkeit „schlecht" sind. Gleichzeitig steigt der Fehler 2. Art, also die Häufigkeit, daß „gute" Kreditnehmer für „schlecht" gehalten und daher abgewiesen werden. Bei der Wahl des Cut-off Point muß der Anwender zwischen den Konsequenzen der Fehler 1. und 2. Art abwägen, also zwischen dem Erwartungswert des Kreditausfalls beim Fehler 1. Art und dem Erwartungswert des Gewinnentgangs beim Fehler 2. Art.

Bei Verwendung der linearen MDA werden die Risikofaktoren als additiv verknüpft unterstellt. Dieses Schätzmodell ist unsicher in bezug auf die Art der einzubeziehenden Risikofaktoren, ihre Gewichte und die Art ihrer Verknüpfung. Es muß daher getestet werden. Seine Leistungsfähigkeit zeigt sich an den Fehlern 1. und 2. Art, allgemein an der Prognosefehlerverteilung, die sich beim

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Test des Modells an der Teststichprobe von Kreditfällen (Out-of-Sample) ergibt.

III. Anwendung des Credit Scoring-Modells auf neue Kreditnehmer

Bei der Anwendung des diskriminanzanalytischen Credit Scoring-Modells, das der Schätzung der nicht-beobachtbaren Bonität einer Analysestichprobe von neuen Kreditnehmern dient, geht der Anwender von der *Grundannahme* aus, daß die neuen Kreditnehmer zu derselben Grundgesamtheit von Kreditnehmern gehören, der auch die Schätz- und die Teststichprobe entstammen, die bei der Schätzung der Modellparameter, hier der Diskriminanzkoeffizienten, und beim Test des Modells verwendet worden sind.

Für die *neuen Kreditnehmer* erfaßt der Anwender jeweils die Ausprägungen der für das Credit Scoring-Modell relevanten Risikofaktoren, setzt sie in das getestete Modell ein und berechnet den D-Wert, den er als Schätzwert für die Bonität der neuen Kreditnehmer betrachtet. Liegt der D-Wert des neuen Kreditnehmers oberhalb des Cut-off Point, der aufgrund der Schätz- und Teststichprobe von Kreditfällen festgelegt worden ist, dann hält er den neuen Kreditnehmer für „gut" und andernfalls für „schlecht". Indem er das anhand der Schätzstichprobe entwickelte und an der Teststichprobe getestete Credit Scoring-Modell zur Beurteilung der Bonität der neuen Kreditnehmer verwendet, *schließt der Anwender* also von der Schätz- und Teststichprobe von Kreditnehmern auf die Bonität der neuen Kreditnehmer. Gemäß der Grundannahme unterstellt er also, daß die neuen Kreditnehmer und die Kreditnehmer der Schätz- und Teststichprobe bezüglich eindeutig beobachtbarer Merkmale gleichartig sind, also zu derselben Grundgesamtheit von Kreditnehmern gehören, und daß daher das anhand der Schätz- und Teststichprobe entwickelte Credit Scoring-Modell auch als Schätzmodell für die Bonität der neuen Kreditnehmer *Gültigkeit* hat.

Den Kreditausfallprozeß kann man formal als stochastischen Prozeß betrachten, bei dem die Risikofaktoren als Zufallsvariable interagieren und letztlich das prognostizierte Ergebnis des Kreditfalls (gut/schlecht) bestimmen. *Gültigkeit des verwendeten Modells* ist dann gegeben, wenn die Parameter der stochastischen Prozesse äquivalent sind, nach denen einerseits bei den Kreditnehmern von Schätz- und Teststichprobe und andererseits bei den neuen Kreditnehmern die Kreditausfälle eintreten.[9] Diese *Prozeßparameter-Äquivalenz* als formale Voraussetzung für die Gültigkeit des Modells für neue Kreditnehmer muß nicht nur bei Anwendung einzelgeschäftsbezogener, sondern sie müssen auch bei Anwendung portfoliobezogener Kreditmodelle gegeben sein (vgl. C.III.), denn in beiden Fällen werden Schlußfolgerungen von Schätz- und Teststichproben

[9] Vgl. *Meyer zu Selhausen* (2004).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auf neue Kreditnehmer beziehungsweise neue Kreditportfolios (Analysestichproben) gezogen.

Ob diese Voraussetzung bei der Anwendung einzelgeschäftsbezogener Modelle auf einzelne Kreditnehmer gegeben ist, oder anders formuliert, ob die neuen Kreditnehmer tatsächlich zu der Grundgesamtheit von Kreditnehmern gehören, der auch Schätz- und Teststichprobe angehören, kann vor Kreditvergabe nur intuitiv beurteilt werden. Man kann aber wenigstens nach Abschluß der einzelnen Kreditgeschäfte feststellen, welcher Anteil der mit Hilfe des Modells bei Kreditvergabe als „gut" prognostizierten Kreditfälle tatsächlich „schlecht" verlaufen ist.

C. Portfoliobezogene Bonitätsänderungs- und Kreditausfallprozesse

I. Die Nicht-Beobachtbarkeit von portfoliobezogenen Prozessen

1. Ausfallwahrscheinlichkeiten

Die Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default, PD) der einzelnen Kreditnehmer eines Portfolios kann *nicht direkt beobachtet* werden, ebenso, wie das auch bei der traditionellen einzelgeschäftlichen Bonitätsprognose der Fall ist. Hiervon ist die Beobachtbarkeit der Schätzwerte für die Bonität eines Kreditnehmers streng zu unterscheiden, also interne oder externe Ratings, D-Werte oder ähnliche. Sie stellen *Indikatoren für die Bonität* eines Kreditnehmers dar, aber nicht die Bonität selbst.

2. Ausfallkorrelationen

Bei KPRM, bei denen die Ermittlung des Unexpected Loss im Vordergrund steht, kommt den gemeinsamen Ausfallwahrscheinlichkeiten beziehungsweise Ausfallkorrelationen der im Portfolio vertretenen Kreditnehmer besondere Bedeutung zu. Sie müssen grundsätzlich für die Kreditnehmer paarweise ermittelt werden. Diese Modellparameter sind zentral wichtige Bauelemente eines KPRM, sie sind aber *nicht beobachtbar*. Die Kreditnehmer eines Kreditportfolios, die paarweise betrachtet werden, sind noch nicht ausgefallen, und sie können je höchstens einmal ausfallen. Gemeinsame Ausfälle von Kreditnehmern eines Portfolios treten kombinatorisch bedingt relativ zur Gesamtzahl aller möglichen Paarbildungen sehr selten auf, und wenn sie auftreten, dann reichen diese Einzelbeobachtungen nicht für eine Korrelationsrechnung je Paar oder für die Ermittlung einer gemeinsamen Ausfallwahrscheinlichkeit aus. Der Hinweis

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

erübrigt sich fast, daß diese Beobachtungen für das Kreditportfoliorisiko-Management auch zu spät kämen, wenn man sie denn hätte.

3. Exposures at Default

Das Exposure at Default (EAD) eines Kreditnehmers ist der Betrag, den der Kreditnehmer seiner Bank bei Eintritt des Default insgesamt schuldet. Das EAD eines Kreditnehmers bezieht sich also nicht auf einzelne Kredite und Darlehen, sondern auf die Gesamtverbindlichkeit eines Kreditnehmers gegenüber der Bank. Bei Kreditvergabe kann das EAD *prinzipiell nicht beobachtet* werden, sondern erst nach einem Ausfall, und dann kommt die Beobachtung für das Kreditportfoliorisiko-Management zu spät.

4. Loss-given-Default-Rates

Die Loss-given-Default-Rate (LGD-Rate) ist der (dezimale) Anteil am EAD eines Kreditnehmers, den die Bank nach Verwertung von gegebenenfalls vorhandenen Sicherheiten und unter Berücksichtigung der Kosten der Kreditabwicklung (Workout Cost) netto verliert. Auch die LGD-Rate eines Kreditnehmers ist bei Kreditvergabe *nicht beobachtbar*, sondern sie kann erst nach einem Ausfall festgestellt werden. Für das Kreditportfoliorisiko-Management kommt diese Beobachtung dann auch zu spät.

Zusammenfassend ist für die Kreditportfoliorisiko-Analyse festzuhalten, daß die Risikofaktoren PD, Ausfallkorrelation, EAD und LGD-Rate nicht direkt beobachtbar sind.

II. Die Modellierung des nicht-beobachtbaren portfoliobezogenen Bonitätsänderungs- und Kreditausfallprozesses

Analog zu der Vorgehensweise bei den einzelgeschäftlichen Kreditmodellen wie zum Beispiel bei Credit Scoring-Modellen haben die Entwickler und Anwender der KPRM versucht, Schätzwerte für die nicht direkt beobachtbaren Risikofaktoren PD und Ausfallkorrelation mit Hilfe von Schätzmodellen aus direkt beobachtbaren Ersatzgrößen abzuleiten. Diese Schätzmodelle für PDs und Ausfallkorrelationen werden im folgenden kurz dargestellt. Dabei ist jeweils zu beachten, daß diese Schätzmodelle, anders als bei einzelgeschäftsbezogenen Modellen wie zum Beispiel Credit Scoring-Modellen, nicht auf ihre Leistungsfähigkeit beziehungsweise Schätzfehler getestet werden können, weil das den Test des gesamten Kreditmodells erforderte, und diese Testbarkeit ist bei

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

KPRM prinzipiell nicht gegeben. Die Schätzprobleme, die bei EAD und LGD-Rates auftreten können, werden in diesem Beitrag nicht weiter verfolgt.

1. Die Modellierung der Ausfallwahrscheinlichkeiten

Bei der Modellierung der Ausfallwahrscheinlichkeiten folgen die bekannten KPRM ganz unterschiedlichen Ansätzen.

a) Die Ausfallwahrscheinlichkeiten bei CreditRisk$^+$

CreditRisk$^+$ gibt dem Anwender zwei Möglichkeiten: Er kann entweder die PDs verwenden, die mit einzelgeschäftsbezogenen Kreditmodellen ermittelt worden sind, was problemlos erscheint, oder er kann für die PDs subjektive Schätzungen eingeben. Von dieser zweiten Möglichkeit der subjektiven Schätzung sollte jedoch unbedingt Abstand genommen werden, denn für den Anwender ist die Versuchung, angenommene und empirisch nicht fundierte numerische Werte einzugeben, viel zu groß.

b) Die Ausfallwahrscheinlichkeiten bei CreditMetrics

Der *Rating Migration-Ansatz*, der CreditMetrics zugrunde liegt, beruht auf einer Matrix von Übergangswahrscheinlichkeiten, die das Verhalten von Kreditnehmern im Zeitablauf beim Übergang von Rating-Kategorie zu Rating-Kategorie abbilden soll. Als Rating-Kategorien werden dabei die Kategorien bekannter Rating-Agenturen verwendet. Bei diesem Ansatz, dem mit der Matrix der Übergangswahrscheinlichkeiten ein wichtiges Strukturelement des einfachbedingten Markov-Prozesses zugrunde liegt, hängt die Wahrscheinlichkeit für einen Rating-Übergang eines Kreditnehmers vom Analysezeitpunkt t_0 bis zum Zeithorizont t_1 nur vom Ausgangsrating des Kreditnehmers zu t_0 ab, und seine Vorgeschichte wird nicht berücksichtigt.

Die Übergangsmatrizen, die bei CreditMetrics verwendet werden, beruhen auf Stichproben von Unternehmen, die von Rating-Agenturen erfaßt und ausgewertet worden sind. Hier stellt sich das *Problem der Repräsentativität der Stichprobe*: Ist das Rating-Übergangsverhalten US-amerikanischer börsennotierter Großunternehmen aus der Vergangenheit und ohne Berücksichtigung von Konjunkturphasen repräsentativ für das Übergangsverhalten deutscher mittelständischer Unternehmen in der Zukunft? Wohl kaum. Und das kann nicht getestet werden, weil der Prognosefehler eines KPRM prinzipiell nicht ermittelt werden kann.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

c) Die Ausfallwahrscheinlichkeiten bei Kealhofer/McQuowen/Vasicek (KMV)

Das KMV-Modell beruht auf dem Zusammenhang, daß ein Kreditnehmer insolvent wird, wenn *Überschuldung* eintritt, wenn also der Marktwert seiner Aktiva bei der Liquidation nicht mehr ausreicht, um sein Fremdkapital zu tilgen. Dieser Marktwert der Aktiva und seine Volatilität werden bei KMV mit Hilfe eines Optionsmodells geschätzt, das auf dem Optionsmodell für den Marktwert des Fremdkapitals von *Merton* (1974) beruht. Je weiter der Marktwert der Aktiva über dem Gesamtbetrag des Fremdkapitals (Default Point) liegt, desto geringer wird die PD des Kreditnehmers eingeschätzt. Dieser Abstand des Marktwertes der Aktiva des Kreditnehmers zu seinem Default Point wird beim KMV-Modell als Distance to Default bezeichnet und durch die Anzahl der Standardabweichungen des Marktwertes gemessen. Der Marktwert der Aktiva wird dabei als Zufallsvariable mit Erwartungswert μ und Standardabweichung σ aufgefaßt. Wäre der Marktwert normalverteilt, dann könnte man zum Beispiel den Punkt μ-3σ feststellen, der mit einem Konfidenzniveau von 99,7 Prozent nicht unterschritten wird. Die Wahrscheinlichkeit, daß der Marktwert sinkt und bei μ-zσ den Default Point erreicht, ist nach diesem Konzept um so kleiner, je größer der Wert von z ist. Bei gegebenen Werten für den Marktwert und den Default Point ist die PD des Kreditnehmers umso höher, je größer die Volatilität des Marktwertes der Aktiva ist. Damit kommt der Volatilität des Marktwertes bei der Messung der PD entscheidende Bedeutung zu. Nach dem Konzept von KMV soll sie simultan mit dem Marktwert selbst als implizite Volatilität geschätzt werden.

KMV hat bei der Schätzung der PD einerseits das Problem, daß das Optionsmodell von Merton (1974) für den Marktwert des Fremdkapitals und auch das *KMV-Optionsmodell* für den Marktwert der Aktiva *nicht testbar* sind, so daß man nicht erkennen kann, wie groß der mit diesen modellmäßig berechneten Marktwerten verbundene Schätzfehler ist. Dadurch ist auch der Default Point in Frage gestellt, denn man kann nicht erkennen, ob die Insolvenz eintritt, wenn der Marktwert der Aktiva den Wert des Fremdkapitals unterschreitet, weil man den wahren Marktwert der Aktiva und seinen Schätzfehler gar nicht kennt. Ohne nachvollziehbare Begründung benutzen KMV als Default Point die Summe aus dem kurzfristigen und der Hälfte des langfristigen Fremdkapitals.

Andererseits hat KMV bei der Schätzung der PD das Problem, daß keine Beobachtungen für den Marktwert der Aktiva vorhanden sind, um die Volatilität des Marktwertes zu schätzen, sondern daß als Daten nur die Aktienkurse des Kreditnehmers zur Verfügung stehen, die hier als *Proxi-Daten* bezeichnet werden. Die simultane Schätzung des Marktwertes der Aktiva und seiner impliziten Volatilität führt bei Verwendung dieser Proxi-Daten offensichtlich zu Volatilitäten in einer vollkommen unrealistisch erscheinenden Größenordnung, so daß

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

KMV zu einem *modifizierten Schätzverfahren* übergehen mußte, das als iterativ bezeichnet wird und das den Eindruck eines Probierverfahrens erweckt.[10] Es ist *auch nicht testbar*, weil man die wahren Werte der Aktiva und der Volatilität nicht kennt und daher keine Schätzfehler ermitteln kann. An dieser Stelle wird deutlich, daß das KMV-Modell ohnehin nur auf Kreditnehmer angewandt werden kann, die in der Rechtsform der Aktiengesellschaft geführt werden, und deren Aktien zum Börsenhandel eingeführt sind und liquide gehandelt werden.

Schließlich hat KMV bei der Schätzung der PD noch ein weiteres Problem: Die Schätzung findet am Analysezeitpunkt t_0 statt, und sie hat die Wahrscheinlichkeit dafür zum Gegenstand, daß der Kreditnehmer bis zum Zeithorizont t_1 insolvent wird. Daher müssen zu t_0 der Marktwert der Aktiva und seine Volatilität sowie das Fremdkapital des Kreditnehmers für t_1 prognostiziert werden. Zu diesem Zweck hat KMV zunächst eine *Geometrische Brown'sche Bewegung* verwendet: Der Erwartungswert des Marktwertes der Aktiva zu t_1 wird dabei mit Hilfe einer Marktwert-Wachstumsrate prognostiziert, die der Anwender eingeben muß, obwohl er dafür überhaupt keinen empirisch begründbaren Anhaltspunkt hat. Die Verteilung des Marktwertes zu t_1 ergibt sich dann aus dem prognostizierten Erwartungswert und der Volatilität des Marktwertes. Je höher also der Marktwert der Aktiva zu t_1 ist, den der Anwender mit seiner subjektiv geschätzten Wachstumsrate selbst generiert, desto niedriger ist die PD zu t_1 bei gegebener Volatilität und bei gegebenem Fremdkapital.

Angesichts dieser Problemlage hat sich KMV zu einem *alternativen Vorgehen* entschlossen. Es wurde eine Schätzstichprobe von 2000 US-amerikanischen Unternehmen aufgebaut, von denen ein Teil insolvent geworden war. Für die Unternehmen dieser Schätzstichprobe wurde nach dem KMV-Verfahren jeweils die Distance to Default berechnet, und dann wurde ermittelt, wie groß der Anteil der Unternehmen war, die zu t_0 eine bestimmte Distance to Default gehabt hatten, und die bis zum Zeithorizont t_1 ausgefallen waren. Dieser Anteil (relative Häufigkeit) wurde als Expected Default Frequency bezeichnet. Dieses Vorgehen ist aber auch nicht ganz problemlos. Einerseits setzt es voraus, daß die Distance to Default für alle Unternehmen der Schätzstichprobe, dann aber auch für alle Unternehmen in den Analysestichproben (Kreditportfolios) nach demselben, nicht publizierten Verfahren berechnet wird, und daß die Schätzstichprobe von Unternehmen repräsentativ ist bezüglich des Zusammenhanges zwischen Distance to Default und Insolvenz. Dieses Problem der *Repräsentativität der Schätzstichprobe* für die Grundgesamtheit aller Unternehmen besteht schon innerhalb eines Landes, und es verschärft sich naturgemäß bei Anwendung des KMV-Modells auf Unternehmen anderer Länder mit anderen rechtlichen und sonstigen Rahmenbedingungen, die sich auf den Ausfallprozeß von Kreditnehmern auswirken.

---

[10] Vgl. *Crouhy/Galai/Mark* (2000), S. 88.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Die Modellierung der Ausfallkorrelationen

Bei seiner vergleichenden Analyse von CreditMetrics und CreditRisk$^+$ hat Gordy[11] mit Hilfe der Simulation festgestellt, daß beide KPRM auf eine Veränderung der Ausfallkorrelation sehr empfindlich reagieren, so daß sich der CVaR verdoppelt oder gar verdreifacht, wenn die mittlere Ausfallkorrelation des untersuchten Portfolios verdoppelt wird. Der Modellierung der Ausfallkorrelationen kommt daher außerordentlich große Bedeutung zu.

a) Die Ausfallkorrelationen bei CreditRisk$^+$

Bei CreditRisk$^+$ wird unterstellt, die Korrelation zwischen Kreditausfällen im Portfolio werde durch die Gliederung der Sektoren, in die die Kreditnehmer bei diesem KPRM eingeordnet werden, und durch die Standardabweichungen des Erwartungswertes der Ausfallratenverteilungen der einzelnen Sektoren erfaßt. Diese Aussage, die man bei CreditRisk$^+$ findet, ist als Annahme zu betrachten, die man nicht nachvollziehen kann. Eine modellmäßige Erfassung des Korrelationsphänomens, das in der Realität in Kreditportfolios tatsächlich gegeben ist, kann man nicht erkennen.

b) Die Korrelation der Rating-Übergänge bei CreditMetrics

Im Gegensatz zu CreditRisk$^+$, das das Kreditportfoliorisiko nach Default Mode erfaßt, das bei einem Kreditnehmer also nur die beiden Ereignisse „Ausfall / Nicht-Ausfall" unterscheidet, berücksichtigt CreditMetrics das Bonitätsrisiko der Kreditnehmer im Portfolio nach Mark-to-Model-Mode. Daher erfaßt die Korrelationsmessung bei CreditMetrics nicht nur den gemeinsamen Ausfall von Kreditnehmern, sondern die gemeinsamen Rating-Migrationen. Verwendet man zum Beispiel acht Rating-Kategorien, dann ergeben sich jeweils für ein Kreditnehmer-Paar mit einer bestimmten Ausgangskonstellation (zum Beispiel AA / B) insgesamt 64 verschiedene gemeinsame Wahrscheinlichkeiten für den Übergang in eine andere Konstellation.

CreditMetrics gibt vor, die Korrelation der Rating-Übergänge von jeweils zwei Kreditnehmern in Anlehnung an das Optionsmodell von Merton (1974) von der Korrelation der Marktwerte der Aktiva der beiden Kreditnehmer abzuleiten. Da für die Marktwerte der Aktiva der beiden Kreditnehmer keine Daten verfügbar sind, wird die Marktkapitalisierung dieser Kreditnehmer als Proxi-Parameter für den Marktwert der Aktiva verwendet, und die Korrelation der Ra-

[11] *Gordy* (2000), S. 144 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ting-Übergänge wird aus der gemeinsamen Verteilung der Aktienrenditen der beiden Kreditnehmer abgeleitet. Dies setzt wiederum voraus, daß die Kreditnehmer im Portfolio in der Rechtsform der Aktiengesellschaft geführt werden, daß ihre Aktien zum Börsenhandel zugelassen sind und an liquiden Märkten gehandelt werden.

c) Die Ausfallkorrelationen bei Kealhofer/McQuowen/Vasicek (KMV)

Auch das KMV-Modell orientiert sich bei der Ermittlung von Ausfallkorrelationen an dem Optionsmodell von *Merton* (1974), und es verwendet als Proxi-Daten für die Marktwertrendite der Aktiva der Kreditnehmer offenbar die Marktwertrendite des Eigenkapitals der Kreditnehmer. Mit diesen Daten werden die Korrelationen beziehungsweise Kovarianzen zwischen den Marktwertrenditen der Kreditnehmer geschätzt, die aber nur Proxi-Parameter für die Ausfallkorrelationen der Kreditnehmer darstellen. Um den Rechenaufwand niedrig zu halten, verwendet KMV ein dreistufiges Faktorenmodell für die Berechnung der Korrelationen, so daß nur noch die Korrelationen der einzelnen Kreditnehmer mit diesen Faktoren berechnet werden müssen.[12]

III. Die Anwendung eines Kreditportfoliorisikomodells auf neue Kreditportfolios

Die in B.III. dargestellte Anwendung eines einzelgeschäftsbezogenen Kreditmodells, konkret eines Credit Scoring-Modells, dient hier nur als Hintergrund, um zu zeigen, daß bei der Anwendung eines portfoliobezogenen Kreditmodells, also eines KPRM, vergleichsweise viel schwerwiegendere Probleme auftreten. In beiden Fällen zieht der Anwender von einer Schätz- und gegebenenfalls einer Teststichprobe von vergangenen Kreditfällen beziehungsweise Kreditportfolios, deren Verlauf und Ergebnis er kennt, *Schlußfolgerungen* auf den zukünftigen Verlauf und das Ergebnis von neuen Kreditfällen beziehungsweise Portfolios (Analysestichproben). Er geht dabei von der *Grundannahme* aus, daß die neuen Kreditnehmer beziehungsweise Portfolios zu derselben Grundgesamtheit von Kreditnehmern beziehungsweise Kreditportfolios gehören, der auch die Schätz- und gegebenenfalls die Teststichprobe entstammen, die bei der Schätzung der Modellparameter und gegebenenfalls beim Test des Kreditmodells verwendet worden sind. Das jeweilige Kreditmodell ist dann als *gültig* für die neuen Kreditfälle beziehungsweise Portfolios zu betrachten, wenn die Parameter der stochastischen Prozesse äquivalent sind, nach denen einer-

[12] Vgl. *Crouhy/Galai/Mark* (2000), S. 103-107.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

seits bei den Kreditnehmern beziehungsweise Kreditportfolios der Schätz- und gegebenenfalls der Teststichprobe und andererseits bei den neuen Kreditfällen beziehungsweise Portfolios die Kreditausfälle eintreten. Ob die Voraussetzung der *Prozeßparameter-Äquivalenz* bei der Anwendung eines *einzelgeschäftsbezogenen* Kreditmodells gegeben ist, kann vor Kreditvergabe nur intuitiv beurteilt werden, aber man kann wenigstens nach Abschluß der einzelnen Kreditgeschäfte feststellen, welcher Anteil der bei Kreditvergabe mit Hilfe des Modells als „gut" bewerteten Kreditfälle tatsächlich „schlecht" verlaufen ist.

Bei der *Anwendung eines einzelgeschäftsbezogenen* Kreditmodells, konkret eines Credit Scoring-Modells mit MDA, auf einen neuen Kreditnehmer erhebt der Anwender die Ausprägungen der *beobachtbaren Risikofaktoren* des Kreditnehmers, setzt sie in die Diskriminanzfunktion ein und berechnet den D-Wert, den er als Schätzwert für die Bonität des Kreditnehmers verwendet (vgl. B.III.). Dagegen kann der *Anwender eines portfoliobezogenen* Kreditmodells, konkret eines KPRM, die Ausprägungen der Risikofaktoren eines neuen Kreditportfolios nicht erheben, weil sie an dem neuen Portfolio *nicht einmal indirekt beobachtbar* sind (vgl. C.I.).

Wie sich in C.II. gezeigt hat, sind die PDs und die Ausfallkorrelationen der KPRM *als Konstrukte modelliert*, die man nicht beobachten kann. Man denke nur an PDs, die zum Beispiel bei CreditMetrics auf der Grundlage von Rating-Migrationen oder bei KMV in Abhängigkeit von der Distance to Default modelliert werden, die ihrerseits vom Konstrukt des Marktwertes der Aktiva des jeweiligen Kreditnehmers abhängt. Entsprechendes gilt für die Ausfallkorrelationen, die zum Beispiel bei CreditMetrics und KMV vom Konstrukt der Korrelation der Marktwertrenditen der Aktiva abgeleitet werden, das auf dem Proxi-Parameter der Aktienkurskorrelation der Kreditnehmer beruht. Die Eignung dieser Konstrukte als Risikofaktoren kann nicht geprüft werden, weil das den Test des jeweiligen KPRM voraussetzt. KPRM können aber nicht getestet werden, weil der Prognosefehler eines KPRM prinzipiell nicht ermittelt werden kann. Damit kann auch bezüglich der PDs und der Ausfallkorrelationen nicht geklärt werden, ob die Parameter der stochastischen Prozesse äquivalent sind, nach denen einerseits bei den Kreditportfolios der Schätzstichprobe und andererseits bei dem neuen Kreditportfolio die Kreditverluste eintreten. Die *Schlußfolgerungen*, die ein Anwender von einer kleinen Stichprobe von Kreditportfolios, deren Verlauf und Ergebnis er kennt, auf Verlauf und Ergebnis eines neuen Kreditportfolios zieht, können also nicht begründet werden. Damit bleibt die *Frage der Gültigkeit eines KPRM*, das auf ein neues Kreditportfolio angewandt wird, *völlig offen*. Sie ist zu t_0 bei der Analyse des neuen Kreditportfolios nicht einmal intuitiv abzuschätzen, und nach Abschluß aller Kredite des Portfolios auch nicht, weil dann je Haltedauerintervall nur eine Portfoliokreditausfall-Beobachtung vorliegt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Die Approximationslücke der Kreditportfoliorisikomodelle

Bei wissenschaftlichen und technischen Untersuchungen kommt es vor, daß der Wert einer Größe mit einer für den jeweiligen Zweck hinreichenden Genauigkeit näherungsweise berechnet werden kann, ohne daß der wahre Wert bekannt wäre. Könnte man, möglicherweise mit sehr viel höherem Aufwand, auch den wahren Wert der Größe berechnen, dann ergäbe sich der Approximationsfehler als Differenz zwischen dem wahren und dem approximativen Wert der Größe.

Analog hierzu kann man die Verfahren zur Schätzung von Parameterwerten für KPRM als Approximationsverfahren auffassen, die zu einem Modellparameter einen approximativen Wert ermitteln, der vom wahren Wert des Parameters erheblich abweichen kann. Da bei KPRM der wahre Wert der Modellparameter, insbesondere der PDs, der Ausfallkorrelationen, der LGD-Rates und der EADs der Kreditnehmer bei der Risikomessung nicht beobachtet werden kann (vgl. C.I.), können die Approximationsfehler der zugehörigen Schätzverfahren nicht berechnet werden. In diesem Fall, da der *Approximationsfehler* der Verfahren zur Schätzung von Modellparametern *prinzipiell nicht ermittelt werden kann*, sollte man von einer parameterbezogenen Approximationslücke sprechen.

Ein KPRM ist im Prinzip ein kausales Prognosemodell: Es repräsentiert den formalen Zusammenhang zwischen einer PDF als Portfoliokreditausfall-Prognose und einer Anzahl von Risikofaktoren, die sich auf die Kreditnehmer des analysierten Portfolios auswirken. Der in der Realität ablaufende und an dem Portfolio feststellbare *Kreditausfallprozeß* soll durch die *Struktur des KPRM* möglichst genau *abgebildet* werden, so daß die mit dem KPRM generierte Kreditausfallprognose den tatsächlichen Portfoliokreditausfall möglichst genau, also mit möglichst geringem Prognosefehler vorhersagt. Die Prognose soll die Realisation also möglichst genau approximieren. Da der *Prognosefehler eines KPRM* wegen der geringen Anzahl der für ein Portfolio zur Verfügung stehenden Portfoliokreditausfall-Beobachtungen *prinzipiell nicht ermittelt werden kann*, ist eine weitere Approximationslücke zu konstatieren, die hier als modellstrukturbezogene Approximationslücke bezeichnet wird.

I. Erscheinungsformen der parameterbezogenen Approximationslücke

1. Die Approximationslücke bei der Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeiten

So lange bei Verwendung von *CreditRisk*$^+$ die mit testbaren einzelgeschäftlichen Kreditmodellen ermittelten PDs verwendet werden, entsteht bezüglich der PDs keine Approximationslücke. Das geschieht erst, wenn der Anwender subjektiv geschätzte PDs eingibt, die die unbekannten PDs approximieren sollen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bei den Ausfallwahrscheinlichkeiten, die von *CreditMetrics* verwendet werden, beruht die *Approximationslücke* sowohl auf der Struktur des Schätzmodells als auch auf der Repräsentativität der Schätzstichprobe. Das *Schätzmodell* ist ein Rating Migration-Modell, dem ein einfach bedingter Markov-Prozeß zugrunde liegt, und das auf seine Eignung zur Abbildung des Bonitätsänderungsprozesses von Kreditnehmern gar nicht getestet werden kann. Die *Schätzstichprobe* von Kreditnehmern, auf die das Schätzmodell angewandt wird, müßte repräsentativ sein für die Grundgesamtheit der Unternehmen, auf die CreditMetrics angewandt wird. Sie kann auf ihre Repräsentativität schon deshalb nicht getestet werden, weil für KPRM, also auch für CreditMetrics, der Prognosefehler nicht ermittelt werden kann.

Bei dem *KPRM von KMV* ist die auf die Ausfallwahrscheinlichkeiten bezogene Approximationslücke mehrstufig bedingt. Zunächst versucht KMV, mit einem eigenentwickelten Optionsmodell, das auf dem Optionsmodell von Merton (1974) beruht, den Marktwert der Aktiva des Kreditnehmers und die zugehörige Volatilität zu schätzen. Hierzu werden die Aktienkursrenditen des Kreditnehmers und die zugehörige Aktienkursvolatilität als Proxi-Daten verwendet. Die dabei entstehenden Schätzfehler in bezug auf den *Marktwert der Aktiva und seine Volatilität* sind prinzipiell nicht ermittelbar, und damit muß schon eine *Approximationslücke* konstatiert werden. Bei der Anwendung dieses Schätzverfahrens durch KMV ergaben sich tatsächlich völlig unplausible Schätzwerte für die Volatilität des Marktwertes der Aktiva. KMV ist daraufhin auf ein nicht publiziertes Verfahren übergegangen, das offensichtlich als Probierverfahren betrachtet werden muß.

Wenn alle Geschäftspartner eines Kreditnehmers volle Information über den Marktwert der Aktiva des Kreditnehmers hätten, dann müßte die Insolvenz eintreten, wenn der Marktwert sinkt und der Summe des Fremdkapitals nahe kommt. Bei einer Stichprobe von Kreditnehmern, auf die KMV das KPRM angewandt hat, war diese Modellvorstellung offenbar nicht erfüllt, entweder weil die Marktwerte der Aktiva mit großen Fehlern behaftet waren und/oder weil die Geschäftspartner der betrachteten Kreditnehmer sich aufgrund ihrer unvollkommenen Information über den Marktwert der Aktiva tatsächlich anders verhalten haben. Schließlich hat KMV den *Default Point* auf die Summe aus den kurzfristigen und der Hälfte der langfristigen Verbindlichkeiten festgelegt, was auch nicht gerade plausibel ist. Damit hat sich die *Approximationslücke* noch ausgeweitet.

Aus der *Distance to Default*, also dem Abstand zwischen dem Marktwert der Aktiva und dem Default Point, die beide mit unbekannten Prognosefehlern behaftet sind, wird bei KMV unter Verwendung der ihrerseits mit einem unbekannten Schätzfehler behafteten Volatilität der Aktiva die PD des Kreditnehmers abgeleitet. Dies zeigt nun das volle Ausmaß der *Approximationslücke*, die allein bei der PD-Schätzung für das KMV-Modell zu konstatieren ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Die Approximationslücke bei der Schätzung der Ausfallkorrelationen

Um die nicht direkt beobachtbare Ausfallkorrelation von Kreditnehmern paarweise zu erfassen, setzen sowohl CreditMetrics als auch KMV *konzeptionell* bei der Korrelation an, die zwischen den Marktwerten der Aktiva dieser Kreditnehmer, konkret zwischen den Marktwertrenditen besteht. Da schon für die Schätzung der Marktwerte der Aktiva, zum Beispiel bei KMV, die Aktienkursdaten des jeweiligen Kreditnehmers als Proxi-Daten verwendet wurden, weil keine anderen Daten zur Verfügung standen, war es plausibel, diese Proxi-Daten von jeweils zwei Kreditnehmern auch für die Berechnung der Ausfallkorrelation zwischen diesen Kreditnehmern heranzuziehen. Als Proxi-Parameter für die Ausfallkorrelation verwendete man die Aktienrenditekorrelation von jeweils zwei Kreditnehmern. Ob dieser Proxi-Parameter die Ausfallkorrelation mit niedrigem Fehler approximiert, oder ob es andere Proxi-Parameter gibt, die bei dem jeweiligen KPRM zu einem niedrigeren Prognosefehler führen, kann nicht festgestellt werden, weil der Prognosefehler des KPRM nicht ermittelt werden kann. Die *Approximationslücke* ist offensichtlich, die mit der Schätzung der *Ausfallkorrelationen* der Kreditnehmer eines Portfolios verbunden ist.

Um den Rechenaufwand zu senken, der sich kombinatorisch bedingt ergäbe, wenn man die Aktienrenditekorrelationen der Kreditnehmer eines Portfolios wirklich paarweise berechnete, wurden *Faktorenmodelle* entwickelt, bei denen für jeden Kreditnehmer nur die Korrelationen zwischen seiner Aktienrendite und einigen wenigen Faktoren berechnet werden müssen. Aber auch dann besteht im Prinzip dieselbe *Approximationslücke*, die schon für den Fall der paarweise berechneten Korrelationen konstatiert wurde. Möglicherweise ist sie aber noch etwas größer, weil das Faktorenmodell auf strukturellen Vereinfachungen bei der Erfassung der Korrelationen beruht.

II. Erscheinungsformen der modellstrukturbezogenen Approximationslücke

Die Modellstruktur eines KPRM sollte möglichst so gestaltet werden, daß das KPRM den Bonitätsänderungs- beziehungsweise Kreditausfallprozeß möglichst realitätsnah abbildet, damit die mit diesem Modell erstellten Prognosen mit möglichst niedrigem Fehler verbunden sind. Auch hinsichtlich der Modellstruktur ergibt sich bei KPRM eine Fülle von Gestaltungsalternativen, über die der Modellentwickler entscheiden muß. In bezug auf jede von diesen Gestaltungsalternativen ist aber eine *Approximationslücke* zu konstatieren, denn der Modellentwickler kann nicht erkennen, welche Alternative zu einem größeren und welche zu einem kleineren Prognosefehler des KPRM führt. Einige wichtige Gestaltungsalternativen sollen hier kurz erläutert werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

1. Modelltyp nach der Art des Mapping

CreditMetrics und CreditRisk$^+$ sind Actuarial-based Models, während KMV zu den Equitiy-based Models gehört. Die Entscheidung des Modellentwicklers über den auf das Mapping bezogenen Modelltyp des KPRM ist vermutlich von grundlegender Bedeutung, aber nach welchem Kriterium soll sie getroffen werden, da der Prognosefehler des KPRM nicht ermittelt werden kann? Möglicherweise entscheidet er aufgrund von Vermutungen über die zukünftige Verfügbarkeit von Daten, die für die Schätzung der Modellparameter in Betracht kommen. Hier besteht eine *Approximationslücke.*

2. Modelltyp nach dem Ausmaß der Kontingenz

Nach dem Ausmaß der Kontingenz unterscheidet man Conditional und Unconditional Models. Im Gegensatz zu den Unconditional Models berücksichtigen Conditional Models bei den Ausfallwahrscheinlichkeiten und gegebenenfalls Ausfallkorrelationen auch Informationen über die gesamtwirtschaftliche Lage, insbesondere die Konjunktur im Lande des Kreditnehmers. Von diesem Modelltyp ist CreditPortfolioView von McKinsey,[13] bei dem aber nicht klar zu erkennen ist, wie der Zusammenhang zwischen konjunkturellen Veränderungen und Veränderungen bei den Übergangswahrscheinlichkeiten modelliert ist. Die meisten KPRM, die in den Banken implementiert sind, sind Actuarial-based Unconditional Models. Sie berechnen *Modellparameter* wie Ausfall- und Übergangswahrscheinlichkeiten sowie Ausfallkorrelationen so, daß diese als *langfristige Durchschnittswerte* zu verstehen sind. Daher können sie konjunkturell bedingte Schwankungen bei den Kreditausfällen nicht erfassen. Die dadurch bedingte *Approximationslücke* ist offensichtlich.

3. Modelltyp nach der formalen Struktur

Nach der formalen Struktur der KPRM unterscheidet man analytische Modelle und Simulationsmodelle. Ein verbreiteter *analytischer Modelltyp* ist das Varianz-Kovarianz-Modell, das zum Beispiel als eine der beiden Modellvarianten von CreditMetrics realisiert ist. Es wurde in Anlehnung an das bekannte Portfolio-Selection-Modell von *Markowitz* entwickelt, und es ist besonders attraktiv, weil es als mathematisch geschlossenes analytisches Modell mit vergleichsweise geringem Rechenaufwand mit Hilfe der Kovarianzen die Risikoballungs- und Risikodiversifizierungseffekte formal abbilden kann, die in einem

[13] Vgl. *Wilson* (1997).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kreditportfolio bestehen. Dieser rechentechnische Vorteil wird aber damit erkauft, daß für die verwendeten Verteilungen der Eingabegrößen generell der *Typ der Normalverteilung* angenommen werden muß. Da der hierdurch verursachte Approximationsfehler prinzipiell nicht gemessen werden kann, ist eine *Approximationslücke* zu konstatieren.

Für die *Simulation* kommt bei KPRM nur der Monte-Carlo-Simulationsmodelltyp in Betracht. KPRM dieses Modelltyps werden Modellstrukturen und Eingabeverteilungstypen praktisch jeglicher Art gerecht, der Rechenaufwand ist aber um ein Vielfaches höher als bei analytischen Modellen für die entsprechende Problemstellung.

4. Abhängigkeiten der Risikofaktoren von einander

Risikofaktoren stehen genau genommen in mehrstufigen Relationen zu einander. Betrachtet man die Modellelemente eines KPRM, PDs, EADs und LGD-Rates als Risikofaktoren der ersten Stufe, dann sind die Risikofaktoren, die diese Modellelemente direkt beeinflussen, der zweiten Stufe zuzurechnen. Bezogen auf diese zweite Stufe unterscheidet die Fed Task Force[14] bei einem KPRM vom Mark-to-Model-Typ, also zum Beispiel CreditMetrics, *fünf Arten von Abhängigkeiten* zwischen Risikofaktoren, die die Kreditnehmer im Portfolio betreffen, und die durch Korrelationen erfaßt werden sollten:

- Korrelationen zwischen Risikofaktoren der zweiten Stufe, die die *Rating-Migrationen* der einzelnen Kreditnehmer beeinflussen,
- Korrelationen zwischen Risikofaktoren der zweiten Stufe, die das *Exposure at Default* der einzelnen Kreditnehmer beeinflussen,
- Korrelationen zwischen Risikofaktoren der zweiten Stufe, die die *Loss-Rate-given-Default* der einzelnen Kreditnehmer beeinflussen,
- Korrelationen zwischen Risikofaktoren der zweiten Stufe, die die *Spread-Strukturen* der einzelnen Kreditnehmer beeinflussen und
- *Cross-Correlations* der verschiedenen Arten von Risikofaktoren untereinander.

Im Prinzip müßte für jedes zu evaluierende Kreditportfolio eine *gemeinsame Wahrscheinlichkeitsverteilung* der Risikofaktoren spezifiziert werden, die diese fünf Arten von Abhängigkeiten zwischen den Risikofaktoren berücksichtigt. Aus verschiedenen Gründen ist nicht zu erwarten, daß dies empirisch fundiert, mit der notwendigen Genauigkeit und mit vertretbarem Aufwand möglich ist.

[14] Vgl. Federal Reserve Board (1998), S. 25.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bei ihren Erhebungen haben die Fed Task Force[15] und die Basle Task Force[16] festgestellt, daß die Modellentwickler angesichts dieser Problematik rigide Annahmen gemacht und in nahezu allen Fällen die *Cross-Correlations* zwischen den Risikofaktoren mit dem *Wert Null* angenommen haben. Nach dieser Annahme sind die Risikofaktoren, die die Rating-Migrationen beeinflussen, unabhängig von denen, die die EADs beeinflussen, und diese sind unabhängig von denen, die die LGD-Rates beeinflussen etc. So haben sich die Modellentwickler dann darauf konzentriert, die einzelnen Modellelemente jeweils separat zu modellieren. Dabei standen die Korrelationen zwischen den *Rating-Migrationen* der Kreditnehmer eines Portfolios eindeutig im Vordergrund. Die *LGD-Rates* müßten eigentlich nach Rang und Besicherung des Kreditinstruments sowie nach Branche und Sitzland des Kreditnehmers differenziert werden, so daß mit je einer Wahrscheinlichkeitsverteilung für jede dieser Merkmalskombinationen gearbeitet werden könnte. Bei ihrer Erhebung hat die Fed Task Force festgestellt, daß Kredite zwar nach Rang und Besicherung differenziert behandelt wurden, daß die LGD-Rates aber für alle Kreditnehmer als von einander unabhängig und identisch verteilt angenommen wurden.[17]

Der Annahme einer *Cross-Correlation* von Null stehen Beobachtungen in der Realität entgegen, so zum Beispiel, daß mit abnehmender Bonität der Kreditnehmer tendenziell die EAD steigt, weil Kreditlinien stärker genutzt werden, Überziehungen in Anspruch genommen und bei dringendem Bedarf Prolongationen durch die Bank genehmigt werden.

Insgesamt ist festzuhalten, daß von den zahlreichen Abhängigkeiten, die zwischen wichtigen Modellelementen, insbesondere Risikofaktoren tatsächlich bestehen, fast nur die Abhängigkeiten zwischen Kreditausfallereignissen durch Ausfallkorrelationen erfaßt werden. Es ist offenkundig, daß in Zusammenhang mit den Abhängigkeiten eine erhebliche *Approximationslücke* besteht.

5. Typ der Kreditausfallverteilung

Wenn ein KPRM auf ein Kreditportfolio angewandt wird, dann erhält man als Ergebnis eine PDF, also eine Wahrscheinlichkeitsverteilung für den Portfoliokreditausfall bis zum Zeithorizont t_1, bei der besonders das oberste Quantil von Interesse ist, das die Höhe des Portfoliokreditverlusts anzeigt, der bei einem vorgegebenen Konfidenzniveau von zum Beispiel 99,5 Prozent nicht überschritten wird. Ein so hoher Portfoliokreditverlust tritt in der Realität nur extrem selten auf, und es gibt daher auch praktisch keine Beobachtungen von

[15] Vgl. Federal Reserve Board (1998), S. 26.

[16] Vgl. Basle Committee on Banking Supervision (1999), S. 35.

[17] Vgl. Federal Reserve Board (1998), S. 26 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kreditportfolios in der Realität, die wenigstens als Anhaltspunkt für die Abschätzung dienen könnten, ob der gewählte Typ der PDF dem obersten Quantil eine hinreichend erscheinende Wahrscheinlichkeitsmaße zuordnet. Gerade im obersten Quantil zeigt sich der Unexpected Loss, der bei KPRM im Vordergrund steht, und ausgerechnet für das oberste Quantil gibt es praktisch überhaupt keine Beobachtungen für den Portfoliokreditausfall.

Bei Modellen, die einen Zusammenhang zwischen einer abhängigen und einer oder mehreren unabhängigen Einflußgrößen spezifizieren, zum Beispiel mit Hilfe der *Regressionsanalyse*, galt es methodisch immer als unzulässig, *Schlußfolgerungen aus dem Modell auf einen Wertebereich* der abhängigen Größe zu ziehen, der durch den Variationsbereich der Beobachtungen der unabhängigen Einflussgrößen nicht gedeckt ist. Es könnte zum Beispiel sein, daß ein enger Variationsbereich einen linearen Zusammenhang vermuten läßt, obwohl dieser in Wirklichkeit nichtlinear ist, was man aber nur bei einem breiteren Variationsbereich der Daten erkennen kann.

Dieses wichtige methodische Prinzip wird bei KPRM offenbar nicht beachtet. Das wird zum Beispiel anhand der theoretischen Verteilung (PDF) deutlich, durch die ein Anwender die Häufigkeitsverteilung der Ergebnisse der *Monte-Carlo-Simulation* approximiert. Die Simulationsergebnisse decken nur einen Teil des, je nach Verteilungstyp gegebenenfalls sogar unendlichen, Streubereichs der Verteilung ab. Er leitet daraus aber *Schlußfolgerungen für höchste Konfidenzniveaus* wie zum Beispiel 99,95 Prozent ab, Quantile also, deren Wahrscheinlichkeitsmaße er durch die Wahl des Verteilungstyps selbst beeinflußt hat, deren Wahrscheinlichkeitsmasse aber durch Simulationsergebnisse nicht hinreichend fundiert ist. Dies ist auch eine Form der Extrapolation, hier der PDF, über den Streubereich der Simulationsergebnisse hinaus, die *methodisch nicht zulässig* ist. Wenn man beobachtet, wie manche Anwender aus ihrer PDF Schlüsse auf höchstem Konfidenzniveau ziehen, dann kommt der Eindruck auf, sie hielten ihre PDF für ein „*Naturgesetz*" mit unbegrenztem Geltungsbereich, was auf eine PDF natürlich nicht zutrifft.

Mit dieser Problematik der Aussagekraft des obersten Quantils einer PDF, oder, anders ausgedrückt, mit der *Zuverlässigkeit der Messung des Unexpected Loss* eines Kreditportfolios, hat sich auch Gordy[18] befaßt. Aus der Sicht des *Federal Reserve System* zieht er nach vergleichender Analyse von CreditMetrics und CreditRisk$^+$ die folgenden *Schlußfolgerungen*:

> „ ... the models are highly sensitive to the shape of the implied distribution for the systemic risk factors. CreditMetrics, which implies a relatively thin-tailed distribution, reports relatively low percentile values for portfolio loss. The tail of CreditRisk$^+$ depends strongly on the parameter σ, which determines the kurtosis (but not the mean or variance) of the distribution of portfolio loss. Choosing less kurtotic alterna-

[18] *Gordy* (2000), S. 144 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tives to the gamma distribution used in CreditRisk$^+$ sharply reduces its tail percentile values for loss without affecting the mean and variance.

... Capital decisions ... depend on extreme tail percentile values of the loss distribution, which in turn depend on higher moments of the distribution of systemic risk factors. These higher moments cannot be estimated with any precision given available data. Thus, the models are more likely to provide reliable measures for comparing the relative levels of risk in two portfolios than to establish authoritatively absolute levels of capital required for any given portfolio."

Gordy's Schlußfolgerungen offenbaren mehr als eine *Approximationslücke*. Man kann sie als Todesstoß für die Kreditportfoliorisikomodelle verstehen.

E. Fazit: Die Approximationslücken offenbaren das Modellrisiko zweiter Ordnung

Je Kreditportfolio erhält man in der Realität nur eine Beobachtung je Haltedauer für den Portfoliokreditausfall. Selbst wenn man 10 oder 20 Kreditportfolios als Schätzstichprobe beobachten könnte, die dem zu analysierenden Portfolio strukturgleich sind, und wenn man diese Portfolios auch noch über mehrere Jahre in unveränderter Form beobachten könnte, reichte die *Beobachtungszahl* bei weitem nicht aus, um die für dieses Portfolio erstellte PDF anhand ihres Prognosefehlers zu testen. Daher sind die Verteilungen für den Portfoliokreditausfall und damit auch die KPRMs, mit deren Hilfe die Verteilungen ermittelt wurden, prinzipiell nicht testbar und damit auch nicht validierbar. Dies hat zur Folge, daß auch die Elemente eines KPRM, insbesondere Modellparameter und Modellstrukturen, nicht getestet werden können. So wäre es zum Beispiel wünschenswert, verschiedene Verfahren für die Schätzung der Ausfallkorrelationen der in einem Portfolio enthaltenen Kreditnehmer zu testen, indem man die Schätzverfahren nach einander auf ein Portfolio anwendet und feststellt, welches Verfahren bei Anwendung auf ein bestimmtes KPRM mit dem niedrigsten Prognosefehler verbunden ist. Genau dies ist aber nicht möglich, weil der Prognosefehler eines KPRM nicht ermittelt werden kann.

Die vielfältigen *Approximationslücken* von KPRM, die in dem vorliegenden Beitrag identifiziert worden sind, beruhen zumeist darauf, daß Modellparameter nicht-beobachtbar, Modellstrukturen für die Problemstellung teilweise nicht adäquat und Prognosefehler nicht ermittelbar sind. Angesichts dieser Approximationslücken haben die Entwickler verschiedene Techniken angewandt, um zuverlässig erscheinende KPRM zu erstellen, die sich in Wirklichkeit aber als empirisch nicht fundierte und anhand des Prognosefehlers nicht testbare *Hypothesenbündel* herausgestellt haben.

Zu den *Techniken* der Modellentwickler gehört insbesondere die Verwendung von nicht testbaren Konstrukten und die Überdehnung von Repräsentativitätsannahmen. Als Beispiel für *nicht testbare Konstrukte* sei hier nur der rech-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nerische Marktwert der Aktiva von Kreditnehmern genannt, der bei CreditMetrics und KMV vorkommt. Eine *Überdehnung von Repräsentativitätsannahmen* findet man zum Beispiel bei CreditMetrics, bei dem unterstellt wird, daß Migrationsdaten von US-amerikanischen Großunternehmen der Analyse von Firmenkreditportfolios jeglicher Art zugrunde gelegt werden können. Aber auch Modellanwender, die Daten-Pooling betreiben, gehen von überdehnten Repräsentativitätsannahmen aus.

In A. wurde gezeigt, daß sich das Modellrisiko eines Prognosemodells, hier eines KPRM, in der Höhe seines Prognosefehlers äußert, und daß das Modellrisiko zweiter Ordnung darin besteht, daß das Modellrisiko erster Ordnung gar nicht ermittelbar ist. Mit dem vorliegenden Beitrag sollte nicht nur eine Konzeptionalisierung dessen erreicht werden, was man allgemein unter dem *Modellrisiko der Risikomodelle* versteht, sondern es sollte auch gezeigt werden, daß es die parameter- und modellstrukturbezogenen (nicht beobachtbaren) Approximationslücken sind, auf denen das *Modellrisiko zweiter Ordnung* beruht.

Literaturverzeichnis

Basle Committee on Banking Supervision (1999): Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications. Publication No. 49, April.

Credit Suisse First Boston (1997): CreditRisk$^+$: A Credit Risk Management Framework. Credit Suisse Financial Products.

Crosbie, P. J. / *Bohn*, J. R. (2002): Modeling Default Risk. KMV, San Francisco.

Crouhy, M. / *Galai*, D. / *Mark*, R. (2000): A comparative analysis of current credit risk Models. „Journal of Banking & Finance", Jg. 24, S. 59-117.

Federal Reserve Board (1998): Credit Risk Models at Major U.S. Banking Institutions: Current State of the Art and Implications for Assessments of Capital Adequacy.

Gordy, M. B. (2000): A comparative anatomy of credit risk models. „Journal of Banking & Finance", Jg. 24, S. 119-149.

Hanssmann, F. (1993): Einführung in die Systemforschung. 4. Aufl., München.

Merton, R. (1974): On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. „Journal of Finance", Jg. 28, S. 449-470.

Meyer zu Selhausen, H. (2004): Kreditportfoliorisikomodelle – Wie tragfähig ist eigentlich die Datenbasis? In: Rechnungslegung, Steuerung und Aufsicht von Banken – Kapitalmarktorientierung und Internationalisierung. Hrsg. v. Th. A. Lange / E. Löw. Wiesbaden, S. 433-444.

– (2004a): Ist die Validierung von Kreditportfoliorisikomodellen prinzipiell unmöglich? „Österreichisches Bankarchiv" (ÖBA), Jg. 52, S. 766-781.

Morgan, J. P. (1997): CreditMetrics: Technical Document. J. P. Morgan.

Wilson, T. C. (1997): Portfolio Credit Risk. New York.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

„Industrialisierte" Leistungserstellung in Retail Banking-Netzwerken

Von Peter Reus und Wolfgang Benner

A. Einleitung

Die neuen Informations- und Kommunikationstechnologien verändern – im Verbund mit Globalisierungs- und Deregulierungstendenzen – in einem atemberaubenden Tempo die Welt. Insbesondere die sich entwickelnde Internet-Ökonomie bewirkt in vielen Segmenten der Wirtschaft geradezu revolutionäre Umbrüche.[1] Auch das Bankgewerbe befindet sich in einem dynamischen Veränderungsprozeß.[2] Der Geschäftsbereich des standardisierten Retail Banking[3] steht dabei im Mittelpunkt: Retail Banking in der Internet-Welt ermöglicht Produktivitätssteigerungen für standardisierbare Bankdienstleistungen, die sich in konkurrenzlos niedrigen Stückkostensätzen und daraus abgeleiteten günstigen Kunden-Konditionen niederschlagen. Täglich wechseln seit einigen Jahren allein wegen des Preisarguments zahlreiche preissensible Kunden vom reinen Filial-Banking in das Online-Banking.[4]

Neben einer direkten Preiswirkung haben die neuen Informations-, Kommunikations- und Transaktionsmedien auch unmittelbaren Einfluß auf die entscheidungsrelevanten Transaktionskosten. Die Kosten der Kommunikation über län-

---

[1] Vgl. insbes. *Evans/Wurster* (2000). Vgl. auch die vier Beiträge von *Brösel/Dintner/Keuper, Körnert, Straßner/Holdschick* und *Walther* in diesem Band.

[2] Vgl. z. B. *Burkhardt/Lohmann* (1998), S. 25-32; *Reus* (1998), S. 47-82; *Reus* (2000), S. 3-28; *Winter* (2002), S. 29-50.

[3] Im standardisierten Mengenkundengeschäft, im internationalen Sprachgebrauch als Retail Banking bezeichnet, stehen Basisleistungen im Vordergrund, die wenig oder keine Beratung vorsehen. Zu diesen Bankgeschäften gehören das Girogeschäft, das Einlagen- und Kreditgeschäft sowie das Bauspar-, Versicherungs- und Fondsgeschäft. Sie bilden die Grundlage der Bankverbindung privater Kunden. Auch Private Banking-Kunden nehmen typischerweise Leistungen aus dem Retail Banking in Anspruch.

[4] Ende 2003 hatten bereits 58% der Deutschen ab 18 Jahren Zugang zum Internet. Der Anteil der Deutschen, die Online-Banking betreiben, lag im Jahr 2000 noch bei lediglich 11%, Ende 2003 lag der Anteil bereits bei 29%, so daß zur Zeit ungefähr die Hälfte der Internet-Nutzer auch Online-Banking betreibt. Vgl. *o. V.*, (2004), S. 282; *Ott* (2004).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gere Entfernungen werden im Internet weitgehend distanzunabhängig. Mit der Marginalisierung von Distanzkosten nimmt die Bedeutung geographisch geprägter Kundennähe des Anbieters ab, die Transaktionsreichweite der Marktakteure generell zu. Diejenigen Institutsgruppen, die bislang die Schaffung von Distanzkostenvorteilen für den Bankkunden über dichte Filialnetze in das Zentrum ihrer Vertriebsanstrengungen gestellt haben, spüren deutlich die Schwierigkeiten, die bislang nutzbaren „Nähe"-Vorteile zukünftig zu behaupten.

Der Internetnutzer kann zudem bereits heute auf ein Instrumentarium für die Informationsarbeit und Entscheidungsfindung zurückgreifen, das hinter der Beratungskapazität und Beratungsqualität des bankbetrieblichen Personals kaum zurücksteht. Personalbasierte Kundenberatung über Filial-Banking kann so durch Informations- und Kommunikationstechnologie mit spezifizierten Beratungsinhalten substituiert werden. Je zeiteffizienter der Kunde die neuen Wissenspotentiale nutzen kann, desto größere Informationskostenvorteile wird er generieren können. Gut informierte Kunden werden den Wechsel zum Internet-Banking durchweg schneller vollziehen als andere. Dies ist wesentlich, da diese Kundengruppe typischerweise überdurchschnittlich zum Erfolg einer Bank beiträgt.[5] Die junge Generation ist zudem schon heute „direktbankaffin". Mit vergleichsweise höheren Kosten, höheren Preisen, höheren Transaktionskosten, neuen Wettbewerbern, einer wachsenden Zahl opportunistisch agierender Kunden, hoher Abwanderungsrate und verbleibenden Kunden, deren Erfolgspotential im Schnitt geringer einzustufen ist, wird die Situation der Filialbanken im Wettbewerb längerfristig zunehmend kritischer. Bisherige Kernkompetenzen dieser Institute werden spürbar „entkernt".

Vor dem Hintergrund der skizzierten Entwicklungen beziehungsweise Perspektiven sind im Retail Banking bereits heute intensive strategische Bemühungen erkennbar, die tradierten Strukturen der Institute beziehungsweise Institutsgruppen auf die neuen Gegebenheiten auszurichten. Im Mittelpunkt vieler Überlegungen steht die Idee, sich vom vorherrschenden Paradigma der Full Inhouse-Lösungen zu verabschieden, also die integrierten Geschäftsprozeßstrukturen des Retail Banking „aufzubrechen". Häufig wird in diesem Zusammenhang von der „Dekonstruktion der Wertschöpfungskette" gesprochen. Beachtenswert ist dabei, daß „Dekonstruktion" neben dem begrifflich prägenden Zerlegungsaspekt auch den Aspekt des (neuartigen) Wiederzusammensetzens von Prozeßbausteinen beinhaltet. Die innovative Rekonfiguration der Geschäftsprozesse

[5] In der Literatur und in Praktikeraussagen wird immer wieder darauf hingewiesen, daß bei ca. 60-80% der Privatkunden von Filialbanken ein negativer Erfolgs- bzw. Dekkungsbeitrag generiert wird. Vgl. z. B. *Bernet* (1998), S. 3-36. Erkenntnisse aus Strukturanalysen von Online Banking-Kunden belegen recht deutlich, daß Bildungsstand und Einkommenshöhe dieser Kunden vielfach überdurchschnittlich sind, sie also vor dem Wechsel ins Online-Banking vermutlich eher der kleineren Gruppe der profitablen Filialbank-Kunden zuzuordnen waren. Vgl. z. B. *Heck* (2004).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

findet allerdings nicht mehr allein in den bisherigen Grenzen des Unternehmens „Bank" statt. Retail Banking wird sich zukünftig vielmehr als Aktionsraum eines Netzwerks unterschiedlich spezialisierter Akteure präsentieren, die zusammen den ganzheitlichen Kompetenzvermutungen ihrer Kunden zu genügen versuchen. In der Konsequenz entstehen unternehmens- und zum Teil sogar branchenübergreifende Geschäftsprozeßarchitekturen – eine Entwicklung, die auch mit dem Begriff der „Industrialisierung" des Retail Banking markiert wird.

B. „Industrialisierung" als innovativer Trend im Retail Banking

Der Begriff der Industrialisierung kennzeichnet in historischer Perspektive das Phänomen des Entstehens und des Einsatzes von Fertigungsverfahren zur Herstellung großer Mengen gleichartiger Güter mit technischen Mitteln und auf Grund von Arbeitsteilung in Großbetrieben. In der aktuellen Diskussion – vor allem auch mit Blick auf die Entwicklung des Bankensektors – wird mit diesem Begriff jedoch insbesondere die Adaption bereits industriell vollzogener und dort als nachhaltig erfolgreich beurteilter Wandlungen der Leistungsprozeßorganisation auf andere Wirtschaftszweige hervorgehoben. „Industrialisierung" von Banken ist in diesem engeren Verständnis vor allem eine Leitmetapher für das Bestreben, die in der Investitionsgüterindustrie erfolgreiche Strategie der Verringerung der Wertschöpfungstiefe auf den Bankensektor zu übertragen.[6] Eine solche Strategie führt dazu, daß die Wertschöpfung[7] entlang des Zusammenbauflusses von Leistungskomponenten zu internen Teilleistungen und weiter zu Marktleistungen verstärkt durch *unterschiedliche* Unternehmen erfolgt. Diese können sich – orientiert an ihren Kernkompetenzen[8] – jeweils auf die besonders produktive Herstellung von spezifischen Gütern und Diensten speziali-

[6] Vgl. *Lamberti* (2004), S. 370; *Rieder/Funk* (2003), S. 20.

[7] Als „Wertschöpfung" wird hier der Prozeß des Schaffens von „Mehrwert" durch betriebliche Aktivitäten auf dem Weg vom formulierten Kundenbedürfnis über die Teilleistungserstellung bis zur vollständigen Bedürfnisbefriedigung bezeichnet. „Mehrwert" läßt sich demzufolge als Resultat einer (internen) Leistung verstehen, die eine Differenz zwischen dem Wert der Vorleistungen und der Abgabeleistungen schafft. Ist dieser Saldo positiv, so liegt eine Wertschöpfung vor, ist er negativ, eine Wertvernichtung. Die „Wertschöpfungskette" stellt zentrale Aktivitäten (bzw. Aktivitätsbündel) eines Unternehmens in einer vom Verrichtungsprinzip der Branche vorgegebenen Reihenfolge dar. Vgl. hierzu insbesondere *Porter* (1999), S. 63-76.

[8] Kernkompetenzen beruhen im wesentlichen auf einzigartigem und schwer imitier- bzw. substituierbarem Fachwissen, Geschäftsprozeß- und/oder Interaktionskompetenzen, die – meist im Zusammenwirken als strategisches Ressourcenbündel – einen besonderen wahrgenommenen Kundennutzen sowie nachhaltige Wettbewerbsvorteile für das betreffende Unternehmen zu generieren vermögen. Diese Kernkompetenzen sollten auch für neue Bestandteile des Leistungsprogramms wirksam sein.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sieren. Aus dieser Arbeitsteilung resultieren unter anderem komparativ niedrigere Kosten für die Teilleistungserstellung und damit auch potentiell niedrigere Marktpreise für die an den Kunden abzusetzende Marktleistung.

Im Automobilsektor spricht man derzeit in der Spitze von nur noch ca. 25 von Hundert Fertigungstiefe[9] der Hersteller von Endprodukten, was bedeutet, daß 75 von Hundert der Wertschöpfung über die Beschaffung von Vorleistungen generiert werden. Im Bankensektor ist die Situation zur Zeit noch deutlich unterschiedlich: Universalbanken realisieren zum Beispiel etwa 70 von Hundert und mehr der Leistungserstellung im eigenen Hause, müssen also auf vielen unterschiedlichen Kompetenzfeldern kostentreibend Expertise bereithalten und weiterentwickeln. Das herkömmliche, autarkiefokussierte und auf Diversifikation angelegte Geschäftsmodell der Universalbanken kann also als eine Menge vertikal und horizontal integrierter, das heißt weitgehend in Eigenregie realisierter Geschäftsprozesse beschrieben werden: Eine Vielzahl von Bankgeschäften (bis hin zum Komplettangebot) wird eigenständig konzipiert, erstellt und über institutszugehörige Distributionssysteme vertrieben.[10] Dementsprechend finden wir heute in der Praxis Organisations- beziehungsweise Prozeßstrukturen mit einer immensen Fülle komplexer Schnittstellen zwischen zahlreichen Bereichen der Bank und vielfach unterschiedlichen und nur aufwendig zu verknüpfenden IT-Systemkomponenten.

Das skizzierte klassische Bankgeschäftsmodell büßt mit dem Aufkommen neuer Informations- und Kommunikationstechnologien, die eine Koordination verteilter Strukturen erheblich erleichtern und verbilligen, offenkundig an Wettbewerbsfähigkeit ein – insbesondere mit Blick auf das Retail Banking, das in Deutschland bislang fast ausschließlich von Universalbanken betrieben wird.[11]

---

[9] Vgl. z. B. *Lamberti* (2004), S. 371. Fertigungstiefe (in der Sachgüterherstellung), Leistungstiefe (bei Dienstleistungsunternehmen) oder allgemeiner Wertschöpfungstiefe sind Begriffe für das Ausmaß dessen, was die einzelne Unternehmung an der gesamten Wertschöpfung selbst übernimmt und was andere beitragen. Autarkie liegt in diesem Sinne vor, wenn alle wesentlichen Teile der Wertschöpfung „in den eigenen Händen liegen".

[10] Als Vorteil des tradierten Universalbankmodells wird gesehen, daß das Angebot eines breiten Leistungsprogramms zu Economies of Scope führe (z. B. durch Cross-Selling, kosteneffizientes „Umbrella"-Marketing, Risikodiversifikation des Geschäftsbereichs-Portfolios oder interorganisationales Lernen) und die relative Gesamtgröße der Bank und die relativ hohe Anzahl der Transaktionen bzw. Geschäftsvorfälle Economies of Scale ermögliche (z. B. durch das Verteilen der hohen Fixkosten für Infrastruktur und IT auf mehrere Produktsegmente). – Zur Diskussion der Argumente für und gegen Diversifikation vgl. z. B. *Besanko* u. a. (2004).

[11] Auch am Kapitalmarkt wird das klassische Universalbankmodell offenkundig seit einigen Jahren nicht mehr positiv gesehen. So stellte *Breuer* auf der Hauptversammlung der Deutschen Bank im Jahr 2000 fest: „Eine mangelnde Spezialisierung von Universalbanken schlägt sich am Kapitalmarkt in einem Abschlag auf die Aktie, dem sogenannten ‚conglomerate discount', nieder. Die traditionelle Stärke aufgrund der Risiko-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Gerade für dieses Massen-Geschäftsfeld setzt sich die Erkenntnis durch, daß nicht differenzierende Komponenten der Geschäftsprozesse mit überdurchschnittlichen Kosten und geringer Effizienz, wo immer möglich, via Outsourcing an spezialisierte Partner übertragen werden sollten.[12] Bei konsequenter Umsetzung dieses Grundgedankens entwickeln sich Netzwerk-Architekturen[13], in denen idealiter jeder Partner (und auch die Bank selbst) nur noch diejenigen Kernkompetenzen einbringt, die eine Ergänzung zu den Expertisen der anderen Netzwerkteilnehmer bilden.[14] Die Leistungsnachfrage des Kunden wird also gemeinsam erfüllt, indem im Netzwerk eine kontextabhängige kundenauftragsbezogene Wertschöpfungskette konfiguriert wird, ohne daß der Kunde durch die Netzwerkstruktur beeinträchtigt wird beziehungsweise er diese an der Kundenschnittstelle überhaupt als solche bemerkt. Eine derartige verteilte, das heißt unternehmensübergreifende Zusammenarbeit bei der Erstellung von Retail Banking-Leistungen führt zu Leistungserstellungsnetzwerken, die wegen der verknüpften Kernkompetenzen auch als „Best-of-everything-Organisation" im Sinne einer modernen Interpretation der Universalbankstrategie bezeichnet werden können.

C. Vorzüge und Problemaspekte einer netzwerkverteilten Leistungserstellung

Ziel von Unternehmensnetzwerken ist es, durch eine koordinierte Strategie mehrerer formal unabhängiger Unternehmen eine kollektive Effizienzsteigerung zu erzielen und damit die individuelle Wettbewerbsposition zu verbessern. Unternehmensnetzwerke werden also gebildet, um „*collaborative advantage*" –

---

diversifizierung des Portfolios wird heute nicht mehr honoriert." Empirische Studien aus den USA zeigen, daß der „conglomerate discount" etwa 13-15% der entsprechenden Marktkapitalisierung beträgt. Vgl. z. B. *Walter* (1997), S. 354. Somit werden auch Universalbanken der kapitalmarkttheoretischen Leitlinie unterworfen, daß Portfoliobildung Angelegenheit des Investors und nicht der Unternehmung zu sein habe.

[12] Beachtenswert ist hierbei das sogenannte Smith-Stigler-Coase-Paradigma, das besagt, daß bei hinreichend großen, wachsenden Märkten Scale-Aktivitäten immer mehr von unabhängigen spezialisierten Unternehmen ausgeübt werden, sofern hohe Transaktionskosten dem nicht entgegenstehen. Vgl. auch *Siebrecht* (2001), S. 68.

[13] Die Definition eines Unternehmensnetzwerks nach *Sydow* (1992), S. 79, ist heute die Standarddefinition. *Sydow* definiert ein Unternehmensnetzwerk „... als eine auf die Realisierung von Wettbewerbsvorteilen zielende Organisationsform, die sich durch komplex-reziproke, eher kooperative denn kompetitive und relativ stabile Beziehungen zwischen rechtlich selbständigen, wirtschaftlich jedoch zumeist abhängigen Unternehmungen auszeichnet". Das Spektrum der Ausprägungen von Netzwerken reicht von einem relativ losen Verbund bis zu einer relativ gefestigten strategischen Allianz.

[14] Ein Hauptmerkmal sog. dynamischer Netzwerke ist die Austauschbarkeit jeder einzelnen Komponente und damit die Möglichkeit der jederzeitigen Neu-Arrangierung des Ensembles.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

einen gemeinsamen Vorteil/Nutzen – gegenüber Nicht-Netzwerk-Unternehmen zu realisieren. Die Vorteile resultieren unter anderem aus der Emergenz, den Eigenschaften des „Ganzen" (hier: des Retail Banking-Netzwerkes), die sich aus den einzelnen „Teilen" nicht direkt herleiten lassen und die nur aus dem Zusammenwirken der Teile, das heißt aus ihrer Systemqualität heraus, erklärbar sind. Ein weiterer Effekt der Emergenz liegt in der Rückwirkung der emergenten Eigenschaften auf die einzelnen Komponenten. Derartige Netzwerkvorteile gründen primär in der Konzentration und Spezialisierung der einzelnen Netzwerkpartner. Die auf den ersten Blick einfache „Erfolgsformel" lautet im Kern: Netzwerke verbinden maximale Kompetenz, Qualität und Flexibilität (und daraus jeweils resultierende Ertragssteigerungspotentiale) mit möglichst geringen Kosten und Risiken. Letztendlich ist in einem Netzwerk aber stets die Zielfunktion des einzelnen Unternehmens für dessen Handeln relevant: die beteiligten Akteure eines Retail Banking-Netzwerks müssen aus der Zusammenarbeit jeweils einen eigenen Vorteil (im Sinne einer „Netzwerkrente") ziehen können, das heißt der individuelle Beitrag eines jeden Mitglieds muß von diesem geringwertiger geschätzt werden als der aus der Verbindung gezogene Nutzen. Beide Komponenten sind allerdings keine eindimensionalen Größen, sondern vielschichtig zusammengesetzt.

I. Kostenwirkungen

Eine Konzentration der Leistungserstellung der Retail Banking-Netzwerkpartner auf ihre individuellen Kernkompetenzen bringt in der Regel signifikante Kostenvorteile mit sich, da sich das einzelne Unternehmen nur mit Bereichen befaßt, die es fachlich beherrscht. In der Konsequenz fallen in keinem Netzwerk-Unternehmen interne Kosten der Leistungsbereitschaft für Komplementärbeziehungsweise Peripheriekompetenzen an. Dies verringert die Komplexität des Betriebsgeschehens, ermöglicht eine Reduktion des Fixkostenanteils und der innerorganisatorischen Koordinationskosten.[15] Für jedes Netzwerk-Unternehmen besteht zudem der Zwang, für seine spezifische Leistungserstellungsaufgabe die optimale Betriebsgröße anzustreben, um Kostendegressionseffekte und Lernkurveneffekte bestmöglich ausnutzen zu können (interne Skaleneffekte). Die Kostenvorteile können durch die Wahl eines optimalen Standorts für die einzelnen Netzwerkpartner verstärkt werden: Im Sinne des „best shoring" können prinzipiell weltweit, praktisch aber vielfach zumindest national, die günstigsten Produktionsstandorte genutzt werden, da die Schnittstellenkoordination zwischen räumlich getrennten Netzwerkpartnern durch neue Technologien bei

[15] In Retail Banking-Netzwerken ist zudem beachtenswert, daß die Mitarbeiter von Partnerunternehmen häufig nicht nach Bankentarif bzw. BAT (bei Sparkassen) vergütet werden müssen. Vgl. u. a. *Schröder* (2004), S. 481.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

marginalisierten Distanzkosten auch über weite Entfernungen immer wirkungsvoller unterstützt wird.[16]

Damit die angestrebten Kostenvorteile eines Netzwerks voll zum Tragen kommen, sind neben den internen die externen Skaleneffekte (durch verstärkte Arbeitsteilung mit kernkompetenzinduzierten Spezialisierungsvorteilen) besonders relevant. Externe Skalenerträge liegen vor, wenn jeder einzelne Netzwerkpartner Vorteile aus Kostendegression aufgrund von Synergien im Rahmen des gesamten Netzwerks („Vorteile virtueller Größe") erzielt. Während interne Skaleneffekte auch durch hierarchische Koordinationsstrukturen erreicht werden können, ist Kooperation zur Erzielung externer Skaleneffekte anderen Koordinationsmechanismen deutlich überlegen. Anders – und etwas offener – formuliert: „Netzwerke leben von ihrer Attraktivität für die Partner und von der Attraktivität der Partner für das Netz".[17] Diese wechselseitige Attraktivität herzustellen und permanent zu sichern, ist gleichzeitig eine marktwirtschaftlich induzierte Anforderung für jedes Netzwerk-Unternehmen: Sobald andere Partner oder Netzwerke attraktiver werden, werden vernetzungsfähige und vernetzungsaktive Unternehmen neue Partnerschaften eingehen, und umgekehrt verlieren Partner in dem „Gefüge aus kooperativen Bindungen"[18] ihre Verbundenheit, sobald sie für die Effizienz des Netzwerks entbehrlich werden.

Die beschriebenen Kostenvorteile durch ein Netzwerk ergeben sich keinesfalls automatisch, sondern können sich sogar unter bestimmten Umständen ins Gegenteil verkehren. Dabei sind insbesondere die Koordinationskosten mit Blick auf die Netzwerkpartner-Schnittstellen zu betrachten. Der sorgfältige Aufbau von vertrauensgestützten Beziehungsstrukturen im Netzwerk ist in diesem Zusammenhang ein wichtiges Instrument, Kostenvorteile abzusichern.

II. Flexibilitätswirkungen

Das heutige Management von Banken sieht sich einem enormen Zuwachs an Komplexität gegenüber. Sowohl die direkte Wettbewerbsumwelt als auch die globale Umwelt werden neben einer hohen Kompliziertheit zunehmend durch eine wachsende Dynamik mit immer kürzeren Innovationszyklen und Reaktionszeiten geprägt. Das Management steht also vor der schwierigen Aufgabe, die Vielfalt des turbulenten Umweltgeschehens auf relevante verarbeitbare Informationen zu reduzieren und im Inneren des Unternehmens in Entscheidungen umzuwandeln. Durch Netzwerke können Unternehmungen den gestiegenen Flexibilitätsanforderungen besser gerecht werden, denn Netze verknüpfen or-

[16] Vgl. z. B. *Bongartz* (2003), S. 225-239.
[17] *Heinecke* (1997), S. 24
[18] *Moormann/Möbus* (2004), S. 136.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ganisationale mit interorganisationaler Flexibilität; sie ermöglichen, Flexibilität mit Spezialisierung zu vereinbaren: Wenn sich jedes Netzwerkunternehmen ausschließlich seinen Kernkompetenzen widmet, ist es eher in der Lage, die Menge der Umweltbezüge und dadurch Komplexität zu reduzieren, seine in diesem Sinne weniger komplexe Umwelt besser zu verstehen, Veränderungen der relevanten Umwelt früher zu erkennen und die eigene Unternehmung zeitnäher und mit geeigneteren Maßnahmen auf diese Veränderungen vorzubereiten.[19] Da dies für jede autonome Einheit des Netzwerkes gelten sollte, ist auch für das Gesamtsystem „Netzwerk" eine höhere Adaptabilität in bezug auf Umweltänderungen zu erwarten, so daß durch die spezifische Kombination der Ressourcen auch Flexibilitätssynergieeffekte generiert werden können.

Um die angestrebte Flexibilität tatsächlich zu erreichen, ist die Fähigkeit beziehungsweise Bereitwilligkeit des Netzwerks beziehungsweise der Netzwerkpartner zur Umsetzung dieser Veränderungen, zur Anpassung der eigenen Strukturen wesentlich. Eine Stärke von Netzwerken liegt in diesem Zusammenhang gerade darin, keine nachhaltig festen Strukturen aufzubauen und/oder Bindungen einzugehen. In der Literatur wird im Vergleich mit der relativen Starrheit etablierter Strukturen entsprechend von „loose couplings" oder auch von der „strength of weak ties" gesprochen.[20] Ohne diese Art von Offenheit besteht auch für Netzwerke die Gefahr, in der Entwicklung stehen zu bleiben, daß es zu einem „lock-in" in spezifische Austauschbedingungen kommt. Für die einzelnen Netzwerkunternehmen impliziert dies unter anderem auch, möglichst nicht nur auf ein Netzwerk fixiert zu sein, sondern sich selbst eine Organisationsstruktur zu schaffen, die sich schnell und effizient mit einer großen Anzahl von bestehenden Netzwerken koordinieren kann („touch as many networks as you can")[21].

---

[19] Durch Konzentration auf die Kernkompetenzen können also auch Komplexitätskosten reduziert werden. Darunter fallen nicht nur die höheren Kosten für intensivere Informationsverarbeitung und mehr Führungskräfte, sondern auch die Kosten von Entscheidungsfehlern, Fehleinschätzungen und Nichtbeachtung relevanter Informationen durch das Bankmanagement. Vgl. auch *Kopf* (2002), S. 102.

[20] Derartige Begrifflichkeiten gehen zurück auf *Granovetter* (1978), S. 1360-1380.

[21] *Sydow* betont stark Potentiale besonderer Offenheit von Netzwerk-Arrangements; er spricht gar von „Hyper-Offenheit", „Permeabilität" oder der „Verwischung der Organisationsgrenzen", die durch engmaschige Beziehungen überbrückt werden. Vgl. *Sydow* (1993), S. 387. Vgl. für Banken insbes. *Marlière* (2002). Ist ein Unternehmen für mehrere Netzwerke tätig, sind Regelungen für Prioritäten festzulegen (etwa mit Blick auf Reihenfolgeprobleme bei Kapazitätsengpässen).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Qualitätswirkungen

Zwar hat im Retail Banking der Preis der Leistung einen hohen Stellenwert, gleichwohl ist auch hier die vom Kunden erwartete Qualität der Marktleistung eine wesentliche Nebenbedingung. Dabei ist der Begriff des Kunden in diesem Kontext sowohl auf die Transaktionen innerhalb des Netzwerks (zwischen Teilleistungsnachfrager und Teilleistungserbringer) zu beziehen als auch auf die Beziehungen zu den Endkunden.

Sowohl durch die gezielte und systematische Abstimmung der Teilleistungserstellung als auch durch die Spezialisierung der Partner sind im Netzwerk Qualitätsvorteile gegenüber reinen Generalisten zu erwarten, so daß ein höherer Kundennutzen möglich wird. Die Qualitätsvorteile können dabei vor allem durch kernkompetenzorientierte Potentiale der spezialisierten Mitarbeiter über die gesamte Prozeßkette des Netzwerks erreicht werden (mit der Folge relativ geringer Fehlerkosten). Zusätzlich ist davon ausgehen, daß auch die technologische Leistungserstellung beziehungsweise die technologische Unterstützung durch die jeweilige Expertise und – wo erforderlich – durch Einsatz neuester Technologie über den gesamten Prozeß zur Qualitätssicherung beziehungsweise zum Qualitätsgewinn beitragen kann.

Netzwerke verbessern zudem die Möglichkeiten, schneller und einfacher auf kundenindividuelle Qualitätsanforderungen zu reagieren: Teilleistungen können bedürfnisorientiert zu individuellen Kundenlösungen kombiniert werden, das heißt eine Transaktion kann auf die Wünsche der Kunden paßgenau maßgeschneidert werden (Intentional Component Based Finance).[22] Die Produktgestaltung und die Erweiterung des Leistungsprogramms kann in einem Netzwerk relativ unkompliziert betrieben werden. Leistungen können so lange mit zusätzlichen Qualitätsmerkmalen angereichert werden (via Einbeziehung neuer Netzwerkpartner) beziehungsweise die Erfüllung der Qualitätsmerkmale kann so lange gesteigert werden, bis der wahrgenommene Zusatznutzen der am häufigsten nachfragenden Kunden gleich den zusätzlich entstehenden Kosten ist. Von diesem optimierten Produkt können, zeitlich gestreckt durch Mindererfüllungen der Qualitätsmerkmale, entsprechende Produkte für Nachfrager mit einer geringeren Entgeltbereitschaft entwickelt werden.

Ganz allgemein erleichtern Unternehmensnetzwerke den Zugang zum Know how anderer Netzwerkunternehmen und damit die Wissensanreicherung innerhalb des einzelnen Partnerunternehmens. Gleichzeitig kann so die Ressource

[22] Sogenannte „Intention Value Networks" stellen dabei die weiteste Entwicklungsstufe für bedürfnisorientierte Produkt- und Servicebündelung hin zum Kunden dar. Das Beispiel der „Bank of Scotland's Guide to Buying your Home" illustriert eindrücklich, wie das Internet zur kundenorientierten Service-Integrationsplattform wird. Vgl. auch *Baumöl/Winter* (2001)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

„Wissen" als Wettbewerbsfaktor gegenüber netzwerkexternen Konkurrenten weiter ausgebaut werden. Außerdem lassen sich eigene Fähigkeiten und Kompetenzen durch die Erfahrungen der Partner zum Nutzen der Kunden optimieren und weiterentwickeln, und man kann vom spezifischen Innovationspotential der Netzwerkpartner profitieren.[23]

IV. Risikowirkungen

Die Netzwerkkonstruktion bietet die Möglichkeit der Risikominderung, indem das Geschäftsrisiko der betriebenen Aktivitäten neu verteilt wird: Mit den aus den Bankgeschäften resultierenden Risiken befaßt sich jeweils der Netzwerkpartner, der dafür die spezifische Expertise besitzt. Dieser trägt auch die Risiken. So kann etwa mit Blick auf das Retail Banking vor allem das operationelle Risiko der einzelnen Netzwerkeinheit minimiert werden, da auch hier die spezialisierte Expertise auf allen Prozeßstufen zu einer besseren Risikoanalyse und Risikobewältigung führen sollte.

Die Zusammenarbeit mit Partnern und die daraus resultierende Konzentration auf die eigenen Kernkompetenzen können die aufgezeigten Vorteile generieren, bergen aber auch das Risiko einer Abhängigkeit vom Netzwerk in sich. Zudem liegen typischerweise ausgeprägte Informationsasymmetrien vor: Der Spezialist verfügt über deutlich bessere Kenntnisse seines Leistungsvermögens, seiner Kostenstruktur und interner Abläufe als das nachfragende Partnerunternehmen im Netzwerk. Die erfolgreiche Akquisition von Ersatzpartnern (Nachfolgepartnern) oder gar eine Re-Integration zuvor ausgelagerter Prozesse ist – wenn überhaupt – in der Regel nicht nur mit erheblichen Kosten verbunden, sondern meist auch nur höchstens mittel- oder sogar nur langfristig möglich.[24] Fallen Partner weg, fehlen unter Umständen die (Kern-)Kompetenzen zur Abwicklung von Aufträgen im Netzwerk. Nur durch eine ausführliche Kooperationsanalyse und detaillierte Verträge (inklusive Service Level Agreements) kann dieser Problematik begegnet werden, wobei die Gefahr besteht, daß erforderliche Kontrollkosten erwartete Kostenvorteile der Netzwerk-Zusammenarbeit überkompensieren und die erwünschte Flexibilität des Netzes deutlich vermindert wird.[25]

---

[23] Vgl. *Lamberti* (2004), S. 374.

[24] Vgl. *Lamberti* (2004), S. 374.

[25] *Lamberti* (2004), S. 372, stellt in diesem Zusammenhang fest: „Man könnte sagen, daß der Tribut der ineffizienten Leistungserstellung der Vergangenheit zu hohe Kosten waren, während der Tribut der prozeßoptimierten zukünftigen Produktion von Finanzdienstleistungen erhöhte Kontroll- und Steuerungsanforderungen an das Management sind."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Neben dem Verlust von Kernkompetenzen im Unternehmensnetzwerk kann im Rahmen der Kooperation auch ein unkontrollierter Wissensabfluß zu den Partnern stattfinden. Wettbewerbsrelevantes Know how ist vom Partner erlernbar und kann gegen das netzwerkbildende Unternehmen verwendet werden. Um dieser Gefahr zu begegnen, ist die sorgfältige Auswahl der Netzwerkpartner von großer Bedeutung.

Dem Endkunden als Abnehmer von Bankprodukten ist die organisationale Gestaltung der leistungswirtschaftlichen Prozeßkette letztlich relativ gleichgültig; er möchte die vereinbarte Leistung in der zu erwartenden Qualität erwerben. Das zu konzipierende beziehungsweise zu gestaltende Netzwerk als Einheit muß mit Blick auf den Kunden also reibungslos zusammenwirken. Die mit den Netzwerkpartnern getroffenen Vereinbarungen müssen dazu durch ein effizientes netzwerkinternes Schnittstellenmanagement – unter Umständen durch eine eigenständige „fokale" Netzwerkinstanz – überwacht werden, um die Sicherheit, Qualität und Effizienz der Leistungsbeziehungen zu gewährleisten und entsprechende Risiken zu vermeiden beziehungsweise zu vermindern.

D. Funktionsspezialisten in Retail Banking-Netzwerken

In vernetzten Retail Banking-Architekturen übernimmt jede integrierte Netzwerkeinheit eine bestimmte Rolle im Sinne eines Funktionsspezialisten, das heißt sie konzentriert sich auf einzelne Unternehmensfunktionen wie Design und Entwicklung von Bankgeschäftsangeboten, Marketing und Distribution, Portfoliosteuerung (inklusive Risikomanagement) sowie die Transaktionsabwicklung. Das Retail Banking-Netzwerk ist also eine (möglichst offene) Architektur vernetzter Geschäftsmodelle, die entweder auf die jeweils ganzheitliche Abdeckung von Finanzvertriebsprozessen, von Produktentwicklung und Portfoliosteuerung oder der effizienten Transaktionsabwicklung von Finanzdienstleistungen beziehungsweise den Betrieb einer gemeinsam nutzbaren Infrastruktur einschließlich bestimmter Services spezialisiert sind.[26]

[26] Vgl. u. a. *Swoboda* (2004), S. 28 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

I. Spezialisten des Finanzvertriebs

Die „Distributionsspezialisten" eines Retail Banking-Netzwerks haben die Aufgabe der Konfiguration und Integration von Leistungskomponenten verschiedenster Netzwerkakteure zu speziellen Leistungsversprechen, die den Kunden an der Kundenschnittstelle zur Nachfrage angeboten werden.[27] Ein solcher Spezialist benötigt einen ausreichenden Kundenstamm und eine hohe Bindungsfähigkeit. Ein Distributions-Spezialist kann sich prinzipiell über „den Preis", über „die Bequemlichkeit des Einkaufens" und über „die Qualität" definieren und differenzieren. Er muß die Fähigkeit besitzen, über die relevanten Kanäle (Filiale, Call Center, Internet-Portale, Handy, POS, Außendienst) die erforderlichen Kundenkontakte herzustellen (Kundenakquisition) und dazu ein optimales Angebot an Kommunikationswegen für die Kunde-Bank-Kommunikation bereitzustellen. Aufgabe des Multi-Channel-Managements ist entsprechend die konsistente Betreuung der Kunden über alle Kanäle, das heißt die Vernetzung persönlicher Betreuung mit IT-gestützten Beziehungsmanagementsystemen (CRM) sowie die damit einhergehende Optimierung der Distributionswege in bezug auf Kosten, Distributionserfolg und Kundenbindung unter Berücksichtigung unterschiedlicher Zielkunden- und Produktgruppen. Eine solche Sichtweise führt intern wie extern zu einer Ausrichtung auf die Nutzenstiftung für den Kunden und den Anbieter. Netzwerkintern müssen die Schnittstellen zwischen der Distributionseinheit zu den anderen Netzwerkpartnern aufgebaut und gepflegt werden.[28]

Der Distributionsspezialist ist im sogenannten „Vermittlermodell"[29] ausschließlich auf Provisionsbasis als Vermittler für andere Netzwerkeinheiten tätig (zum Beispiel für einen oder mehrere Portfolio-Spezialisten des Netzwerks, die „die Risiken in die Bücher nehmen"). Organisatorisch könnte man an franchisingähnliche Systeme denken.[30] Da kein eigenes Einlagen- und Kreditgeschäft betrieben wird, sind auch nur relativ geringe Eigenkapitalanforderungen nach KWG zu erfüllen. Eine Haftungsproblematik ergibt sich nur für die geleistete Beratung.[31] Der Distributionsspezialist muß keine Investitionen in die

---

[27] Im anglo-amerischen Sprachgebrauch werden derartige Netzwerkeinheiten allgemein als „Service Integrators" bezeichnet.

[28] Hierzu müssen sogenannte „Service Level Agreements" geschlossen werden, die die jeweils zu erbringende Leistung im Hinblick auf Preis, Qualität, Verfügbarkeit und weitere wichtige Details beschreiben.

[29] Vgl. *Häßler* (2004), S. 205 f.

[30] Die Distributionsspezialisten sind in dieser Form als Finanzdienstleistungsinstitute nach § 1 Abs. 1a KWG einzuordnen. Vgl. allgemein zum Franchising *Kubitschek* (2000).

[31] Zur Produkthaftungsproblematik in diesem Zusammenhang vgl. genauer *Häßler* (2004), S. 242 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

für die Produktion und Abwicklung erforderlichen Technologien tätigen, sondern sollte den Ressourceneinsatz auf den Aufbau und die Ausgestaltung eines wettbewerbsfähigen Vertriebsnetzes mit konsequenter Kundenorientierung konzentrieren.[32]

Mit Blick auf die künftige Herausbildung von Retail Banking-Netzwerken ist in Deutschland davon auszugehen, daß die Distributionsspezialisten des Retail Banking in Deutschland primär aus den filialzentrierten Universalbanken hervorgehen werden, die sich von ihren Nicht-Kernkompetenzen durch Outsourcing befreit haben.[33] Sie sind es, die bereits heute über einen umfangreichen Kundenstamm sowie über eine gute Reputation mit hohem Bekanntheitsgrad des Markennamens verfügen. Beobachtbar ist bereits jetzt, daß diese Banken recht intensiv damit begonnen haben, die Abwicklung des Zahlungsverkehrs oder von Wertpapiertransaktionen auf Netzwerkpartner zu übertragen, um sich auf den Vertrieb zu konzentrieren.[34] Auch die Abwicklung des Kreditgeschäfts wurde bereits teilweise auf sogenannte „Kreditfabriken" ausgelagert, ebenso wie in einzelnen Fällen die gesamte IT-Technik.[35]

Eine solchermaßen auf die Vertriebsaktivitäten konzentrierte, reduzierte Bank betreibt – wie bisher – das Einlagen- und das Kreditgeschäft und damit auch die Portfoliosteuerung selbst und muß daher die Eigenkapitalvorschriften des Kreditwesengesetzes weiterhin erfüllen. In späteren Evolutionsphasen erscheint die Ausgliederung einer Portfoliobank aber als der ökonomisch zweckmäßigere Weg.

---

[32] *Bühler* (2004) illustriert an einigen Beispielen, wie auch das Retail Banking als kundenorientiertes „Mehrwert-Banking" erweiterte Erfolgspotentiale im Vertrieb bieten kann. Vgl. mit Blick auf das Online-Banking auch *Salmen* (2002).

[33] Neben den filialorientierten Vertriebsspezialisten sind verstärkt „virtuelle Banken" zu erwarten, die als Netzwerke (nahezu) ausschließlich über den Vertriebsweg des Online-Banking an die Kunden herantreten.

[34] *Schröder* (2004), S. 480, beschreibt diese Entwicklung markant für den Sparkassensektor: „Auf dem Weg zur wirklichen Vertriebssparkasse ist es unabdingbare Voraussetzung, daß [die] Finanzdienstleistungs-Wertschöpfungskette ‚alter Ordnung' aufgebrochen wird. Nur dadurch, daß Wertschöpfungsstufen, die keinen direkten Bezug zum Vertrieb haben, im wesentlichen außerhalb der Sparkasse erbracht werden, erhält die einzelne Sparkasse den Freiraum, der notwendig ist, um sich ganz auf die Kundenakquisition, die Kundenbindung und den Vertrieb auszurichten ..."

[35] Beispiele für ein derartiges Vorgehen sind bereits häufig zu finden. Genannt seien an dieser Stelle für den Zeitraum 2003/04 beispielhaft das Outsourcing der IT der Deutschen Bank an IBM, die Gründung der Eurohypo durch Deutsche Bank, Dresdner Bank und Commerzbank, der Spin-Off und IPO der Hypo Real Estate Group durch die Hypovereinsbank, die Übernahme der Zahlungsverkehrs-Aktivitäten der Deutschen Bank und der Dresdner Bank durch die Postbank. Vgl. systematisierend auch *Graband/Wand* (2003), S. 55-73.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

II. Spezialisten der Produktentwicklung und der Portfoliosteuerung

Spezialisten der Produktentwicklung und der Portfoliosteuerung (kurz auch: Portfoliobanken genannt) fokussieren sich auf die Konzeptionierung von Bankprodukten und/oder die Produktion der durch die Distributionsspezialisten abgesetzten Leistungsversprechen der liquiditätsmäßig-finanziellen Sphäre. Nach der Art der Leistungen sind Spezialisten für den Bereich des Anlagegeschäfts, der Kreditgeschäfts und anderer Finanzdienstleistungen (zum Beispiel Kreditkartengeschäft) denkbar, auch wenn – wie bereits betont – heute insbesondere Kredit- und Anlagegeschäft von Kreditinstituten noch in der Regel zusammen betrieben werden. Durch den Trend zur Securitisation ist aber eine Spezialisierung auf Anlage- oder Kreditprodukte möglich.

Am Beispiel des Kreditgeschäfts sind folgende Netzwerkzusammenhänge vorstellbar: Der Distributionsspezialist nimmt an der Kundenschnittstelle den Kreditantrag des Kunden entgegen, der an den Kreditproduktspezialisten weitergeleitet und dort mit Hilfe standardisierter Kreditwürdigkeitsprozesse analysiert wird (inklusive Bewertung der Sicherheiten). Auf der Grundlage dieser Prüfung kann dem Kunden in kurzer Zeit ein Kreditangebot gemacht werden. Der Kreditproduktspezialist übernimmt nach Vertragsabschluß die Kredite in einem ersten Schritt in sein Portfolio. Anschließend refinanziert er sich zum Beispiel durch die Emission von sogenannten „Residential Mortgage Backed Securities" oder „Asset Backed Securities", das heißt er verbrieft seine Finanzengagements einschließlich der Risiken und gibt sie an Investoren weiter. Die zentralen Kompetenzen des Kreditproduktspezialisten liegen also in der Fähigkeit, mittels Markt- und Kundenanalysen Risiken zu beurteilen und adäquat bepreisen zu können sowie in der Fähigkeit, die Kredite zu verbriefen und mit oder ohne Inanspruchnahme der Finanzmärkte an andere Investoren weiterzugeben. Als Portfoliobank muß er sich schwerpunktmäßig auf ausfall- und kreditgeschäftsbezogene Marktrisiken konzentrieren und mathematisch-statistisches Know how zur Entwicklung beziehungsweise Anwendung komplexer Modelle zur Risikosteuerung besitzen.

Zu den Netzpartnern eines Kreditproduktspezialisten müssen auf der Vermarktungsseite im übrigen keineswegs nur reine Finanzvertriebsspezialisten gehören. Im Konsumentenkreditgeschäft sind zum Beispiel Business-Partner aus den unterschiedlichsten Branchen denkbar (zum Beispiel Auto- und Möbelhäuser, Reisebüros, Privatkliniken, Bildungseinrichtungen), die dank der zentralen Durchdringung des Internet „zum verlängerten Arm" der Portfoliobank werden können.[36]

[36] Vgl. hierzu z. B. *Steinke/Adiyaman* (2002).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der „Kreditproduktspezialist" ist im Retail Banking-Netzwerk durch den „Anlageproduktspezialisten" zu ergänzen. Dieser nimmt die vom Distributionsspezialisten akquirierten Kundengelder entsprechend den Vorgaben der Anleger entgegen. Er besitzt die spezielle Kompetenz, die akquirierten Anlagevolumina kostengünstiger und diversifizierter als eine einzelne Retail Bank investieren zu können. Bereits gegenwärtig erfolgt die Entwicklung und Produktion komplexer Anlageprodukte (zum Beispiel Fondsprodukte, strukturierte Produkte wie Aktienanleihen) durch spezialisierte Investmentbanken.

III. Spezialisten der Transaktionsabwicklung

Im allgemeinen handelt es sich bei technisch-organisatorischen Abwicklungsvorgängen im Retail Banking um Prozesse ohne direkten Endkundenbezug, die sich typischerweise an die Aktivitäten der Distributionsspezialisten anschließen, vom Kunden im Detail kaum oder gar nicht wahrgenommen werden und daher auch keine differenzierende Wirkung entfalten. Das kundenseitig wahrgenommene und vom Kunden „bezahlte" Produkt ist gleichwohl ohne diese Prozesse nicht vollständig beziehungsweise nicht realisierbar. Bis heute ist in Deutschland die Mehrzahl der Bankmitarbeiter im universalbanktypischen Retail Banking in der Marktfolgebearbeitung tätig und damit nicht in der unmittelbaren Kontaktbeziehung zum Kunden.

Die Transaktionsabwicklung ist generell durch standardisierte Ablaufstrukturen gekennzeichnet, die von großen Stückzahlen beeinflußt werden („wie am Fließband"). Insofern liegt es nahe, daß die Spezialisten der Transaktionsabwicklung (kurz: Transaktionsbanken) unter Ausnutzung von Zentralisierungsstrategien eine Angleichung ihrer Leistungserstellung an industrielle Produktionsverfahren vornehmen. Haben etablierte Banken in der Transaktionsabwicklung ihre Kernkompetenz (wie etwa am Beispiel der Postbank für den Zahlungsverkehr zu beobachten) können Sie auch als Insourcer auftreten.[37]

Der Transaktionsabwicklungsspezialist generiert durch erhöhte Transaktionsvolumina in Rechenzentren, bei Brokern, Börsen und Lagerstellen Kostende-

[37] Die Postbank hat 2004 die Abwicklung des Zahlungsverkehrs der Deutschen Bank und der Dresdner Bank übernommen. Dazu hat die „Betriebscenter für Banken Deutschland GmbH & Co. KG" (BCB) als 100%-ige Tochter der Postbank AG die DB Payments AG von der Deutschen Bank sowie die Dresdner Zahlungsverkehrsservice GmbH von der Dresdner Bank erworben. Die Problemlage heutiger Universalbanken im Retail Banking kennzeichnet prägnant auch die Aussage *Lambertis* (2004): „Insbesondere bei den Back-Office-Prozessen erscheint das Erreichen von Skaleneffekten durch Outsourcing allemal attraktiver als die Fortsetzung einer ungebremsten Dynamik in Erhaltungs- und Erneuerungsinvestitionen von komplexen Abwicklungssystemen mit subkritischer Auslastung."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gressionen und kann diese Skaleneffekte sowohl an die eigenen privaten Kunden als auch die Kundenbanken weitergeben.[38] Auch fixe und laufende Börsenbeziehungsweise Clearing-Teilnahmegebühren oder IT-Anbindungskosten und dergleichen sind nur vom Abwicklungsspezialisten zu tragen. Zum Aufgabenbereich zählen darüber hinaus auch die Entwicklung und Implementierung sowie Überwachung von Sicherheits- sowie Kontrollsystemen für die elektronische Bankgeschäftsabwicklung. Abwicklungsspezialisten sind in der Regel keineswegs nur auf ein Netzwerk fokussiert, sondern streben generell größtmögliche Marktanteile an und sind zweckmäßigerweise auch netzwerkübergreifend aktiv.[39] Dabei darf nicht nur national gedacht werden, sondern es müssen mit Blick auf die Skaleneffekte Internationalisierungsstrategien entwickelt werden.[40]

In der Praxis haben sich in den letzten Jahren vor allem drei Haupttypen von Transaktionsspezialisten herausgebildet: Zahlungsverkehrsspezialisten, Effektenverkehrsspezialisten und Spezialisten der Abwicklung von Kreditgeschäften (häufig auch als „Kreditfabriken" bezeichnet). Während der Zahlungsverkehr mit der Abwicklung beleghafter beziehungsweise belegloser Zahlungen im Inlands- wie auch im Auslandszahlungsverkehr das Geschäftsspektrum einer Bank in weitem Sinne abdeckt, zielt die Tätigkeit der Wertpapier- und Kreditabwicklungsspezialisten bislang in erster Linie auf die Standardgeschäfte.[41] Dies sind im Kreditbereich zum Beispiel Konsumenten- oder Baufinanzierungskredite, im Wertpapiergeschäft beispielsweise Geschäfte mit börsengehandelten Wertpapieren und Derivaten.

Die Zukunft der technischen Abwicklung von Bankgeschäften liegt eindeutig in einem automatisierten Straight Through Processing (STP) hoher Volumina auf Basis modernster IT-Systemarchitekturen. Die standardisierten Prozesse sollten mit den modernen Methoden der Prozeßanalyse, -beschreibung und -kostenermittlung bearbeitet werden können. Die Standardisierung muß dabei nicht zwangsläufig zum Einheitsangebot führen. Eine modulare Zusammenset-

---

[38] *Schröder* (2004) berichtet davon, daß die Sparkassen-Service-Gesellschaft mbH, Köln, auf die die beiden Kölner Sparkassen ihren Zahlungsverkehr auslagerten, durch Mengendegressionseffekte die Abwicklungskosten einer beleggebundenen Überweisung für die Stadtsparkasse Köln von durchschnittlich 23 Cent (1999) um 35% auf 15 Cent verringern konnte.

[39] Am relativ jungen deutschen Markt für Transaktionsbanken sind entsprechend bereits deutliche Konzentrationsbewegungen auszumachen. Vgl. hierzu *Kipker* (2003), S. 3-12. Zur Entwicklungsgeschichte des Transaction Banking-Marktes vgl. *Bösch* (2003), S. 35-46. Auch *Schröder* (2004) erwartet aus Sparkassensicht, daß „letztendlich bundesweit nur einige wenige, aber sehr große Abwicklungszentren für Back-Office-Tätigkeiten im Bankgeschäft bestehen werden".

[40] Vgl. dazu *Veil/Goldstein* (2003), S. 61-77.

[41] Zu Entwicklungstendenzen in der Kreditabwicklung vgl. genauer *Kipker* (2003), S. 79-90.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zung standardisierter Prozeßschritte ermöglicht – wie in der Industrie – individualisierte Versionen der Dienstleistung und damit für den Distributionsspezialisten eine kundengruppenadäquate, differenzierbare Angebotspalette.[42]

IV. Spezialisten für Peripheriekompetenzen

Spezialisten für Peripheriekompetenzen stellen Leistungskomponenten bereit, die keinen spezifischen bankfachlichen Charakter haben, aber zur Initiierung oder Abwicklung der Leistungserstellung unverzichtbar sind. Im engeren Sinne handelt es sich dabei um Dienste mit Sicherungsfunktionen wie zum Beispiel Trusted Third Parties zur Zertifizierung oder Authentifizierung. Im weiteren Sinne können hier auch andere elektronische Dienste von zum Beispiel Finanzdatenlieferanten, Nachrichtendiensten, Facility-, Materialwirtschafts- und IT-Dienstleistern subsumiert werden. Die Spezialisten für Peripheriekompetenzen sind als „Public Services" typischerweise über marktliche oder marktnahe Vereinbarungen eher locker in Retail Banking-Netzwerke eingebunden. Zunehmend ist zu beobachten, daß dabei gerade für Peripheriekompetenzen verstärkt auch Netzwerkpartner über große Distanzen in die sich entwickelnden Netzwerke eingebunden werden.[43]

Die technologische Vernetzung der Retail Banking-Spezialisten erfolgt im Idealfall über eine gemeinsame IT-Infrastruktur, den sogenannten „Business Bus", als Integrationsplattform. An die Stelle einer Vielzahl bilateraler Vernetzungen zwischen den Netzwerkeinheiten tritt dann jeweils nur ein einziger „Adapter" zum Business Bus.

E. Netzwerkfähigkeit und Arrangement von Retail Banking-Netzwerken

Retail Banking-Netzwerke sind das Ergebnis von Entscheidungen von handelnden Akteuren des Managements der beteiligten Funktionsspezialisten. Derartige Netzwerke erfordern von den beteiligten Einheiten beziehungsweise den

---

[42] Vgl. *Rieder/Funk* (2003), S. 20.

[43] Im Rahmen des Offshore-Outsourcing oder des Offshoring beziehen Unternehmen Teilleistungen der Wertschöpfungskette bevorzugt aus Niedriglohnländern. Für Programmierungstätigkeiten werden derzeit vor allem Anbieter aus Indien gewählt. Die Tagessätze indischer Programmierer liegen bei etwa 140 bis 200 Euro (inklusive Infrastruktur vor Ort und sonstiger Bezugskosten), während in Deutschland mit Tagessätzen von 600 bis über 1000 Euro zu kalkulieren ist. Zudem wird vielfach die Qualität der indischen Spezialisten und der Dienstleistungen gleichzeitig als bedeutend höher beurteilt. Vgl. *Bongartz* (2003); *Schaaf* (2004), S. 72 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

handelnden Personen spezifische „Netzwerkfähigkeiten", die nicht automatisch vorhanden sind, sondern vom Management einer Unternehmung strategisch angestrebt und operativ realisiert werden müssen. Netzwerkfähigkeit für das Retail Banking beinhaltet zum einen die leistungswirtschaftliche Fähigkeit einer Unternehmung, in Netzwerken die eigenen Kernkompetenzprofile mit den Kernkompetenzen anderer in einer Weise zu verknüpfen, daß daraus nachhaltige Wettbewerbsvorteile bei der Erstellung von Finanzdienstleistungen generiert werden können. Netzwerkfähigkeit kann hier zum anderen aber auch als ein Kriterium zur Bewertung der Fähigkeit einer Wirtschaftseinheit verstanden werden, gleichzeitig Knoten unterschiedlicher Retail Banking-Netzwerke zu sein beziehungsweise sich schnell und kostengünstig an ein Netzwerk „andokken" beziehungsweise wieder „abkoppeln" zu können. Netzwerkfähigkeit ist insofern eine Eigenschaft verschiedener Gestaltungsebenen des Managements. Je nach Sichtweise nimmt die Netzwerkfähigkeit unterschiedliche Ausprägungen an und erfordert den Einsatz unterschiedlicher Instrumente vor dem Hintergrund eines Kernkompetenzmanagements mit klar definierten Zielen.[44] Die Netzwerkfähigkeit für eine einzelne Unternehmung im Sinne dieser beiden Begriffsinterpretationen herzustellen, zu verbessern, zu steuern und zu kontrollieren ist ein erstes neuartiges Aufgabenfeld.

Die Perspektive der Netzwerkfähigkeit der einzelnen Unternehmung ist zwingend zu verbinden mit der Perspektive des Arrangements des Netzwerks als System. Hier sind typischerweise vier Ebenen neuer Managementaufgaben zu unterscheiden:[45]

1. Die Bestimmung der geeigneten Netzwerkpartner. Diese Aufgabe beginnt bei den ersten Überlegungen einer Universalbank, Teile der Inhouse-Retail-Banking-Wertschöpfungskette via Outsourcing an andere Unternehmen auszulagern und beinhaltet in späteren Entwicklungsphasen die Erweiterung des Netzwerks, aber auch die negative Selektion, also den Verzicht auf bestimmte Partner oder unter Umständen sogar den Ausschluß beziehungsweise Austritt. Die Auswahl der Netzwerk-Partner ist zudem keineswegs nur eine einmalige Entscheidung, sondern ein kontinuierlicher Prozeß, denn im Zuge einer Netzwerk-Zusammenarbeit sind derartige Entscheidungen letztlich immer wieder neu zu treffen.[46]

---

[44] Vgl. insbesondere *Fleisch* (2001), S. 209-229. Danach kann die Netzwerkfähigkeit eines Unternehmens zumindest auf den folgenden Gestaltungsebenen hergestellt, geprüft und verbessert werden: Mitarbeiter, Leistungen, Prozesse, Informationssysteme, Organisationsstruktur und Organisationskultur.

[45] Vgl. hierzu allgemein auch *Payer* (2002), S. 51-54.

[46] Die Selektion der Netzwerkpartner beinhaltet in weitem Verständnis auch die Auswahl jeweils geeigneter Mitarbeiter und Führungskräfte, die als sogenannte „boundary spanners" zentrale Schnittstellenfunktionen im Netzwerk übernehmen sollen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Die Festlegung und Koordination der von den einzelnen Netzwerkpartnern wahrzunehmenden Aufgaben. Damit eng verbunden ist die Frage, in welcher Art und Intensität sich die einzelne Unternehmung in das Netzwerk einbringt („Scope of Alliance") und das daraus resultierende formale oder informale Commitment mit dem Netzwerk und den anderen Netzwerkteilnehmern.

3. Die Entwicklung und Durchsetzung von strategischen Grundsätzen für die Zusammenarbeit im Netzwerk. Im Konkreten sind neben der leistungswirtschaftlichen Prozeßzusammenarbeit beispielsweise Regeln für den (kooperativen) Informations- beziehungsweise Wissensaustausch, Kommunikationsregeln sowie Regeln zum Umgang mit Konflikten zu vereinbaren.

4. Die kontinuierlich-systematische Bewertung der gemeinsamen Zielerreichung, des Netzwerk-Nutzens, der Kernkompetenz-Niveaus der einzelnen Netzwerkteilnehmer, der Qualität der Netzwerkrelationen und Netzwerkleistungen. Ein derart ausgerichtetes Netzwerk-Controlling zielt letztendlich darauf ab, die Beziehungen und Aktivitäten im Netzwerk sowohl aus der Perspektive des einzelnen Netzwerkteilnehmers als auch des gesamten Netzwerkes transparent zu machen und damit die Voraussetzungen für entsprechende Veränderungsbeziehungsweise Innovationsschritte zu schaffen.

Ein weiterer wesentlicher Aspekt des Netzwerkarrangements ist die institutionelle Gestaltung der Netzwerkorganisation. Dies berührt vor allem die Frage, von wem die netzwerkorientierten Managementfunktionen wahrgenommen werden beziehungsweise inwieweit dafür spezialisierte Netzwerk-Institutionen mit entsprechenden Kernkompetenzen einzurichten sind. Einen geringen Institutionalisierungsgrad weist das Netzwerkmanagement immer dann auf, wenn die Managementfunktionen von einzelnen Netzwerkunternehmen gewissermaßen „nebenbei" wahrgenommen werden. Ein höheres Ausmaß an Institutionalisierung entsteht durch die Ausdifferenzierung in Organisationseinheiten mit einem entsprechenden Steuerungsauftrag oder in der Auslagerung oder Neugründung einer auf das Netzwerkmanagement spezialisierten Organisationseinheit. Der Grad der Institutionalisierung wird von einer Fülle von Aspekten beeinflußt, wie zum Beispiel die Anzahl und Unterschiedlichkeit der Netzwerkteilnehmer, die Dynamik des Netzes oder die bereits vorhandenen Erfahrungen im Netzwerkmanagement. Je niedriger der Institutionalisierungsgrad, um so mehr sind die einzelnen Netzwerkpartner gefordert, zumindest Teilaufgaben des Netzwerkmanagements selbst zu übernehmen. Die Netzwerkfähigkeit der beteiligten Unternehmen beinhaltet somit letztlich auch die Fähigkeit zur Übernahme von Managementfunktionen im Dienste des Netzwerks.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

F. Schlußbetrachtung

Netzwerke existieren nicht „an sich". Ihre ökonomische Attraktivität liegt vor allem in ihrem synergetischen Potential, die Zukunftsfähigkeit – und das heißt die Existenz – der beteiligten Unternehmen in komplexer Umwelt nachhaltig zu unterstützen beziehungsweise zu sichern. Gerade die „monolithischen" Universalbanken stehen dem Phänomen einer immer komplexer werdenden Umwelt gewissermaßen „als evolutionär geforderte Dinosaurier" gegenüber. Mit ihrem breit angelegten Leistungsprogramm haben sie es erkennbar schwer, die erforderliche, kostenintensive Expertise über alle Aktivitäten im eigenen Hause zu gewährleisten. Auch sie beginnen daher, die innere Komplexität – und damit auch die Komplexität der Beziehungen zu ihrer Umwelt – in eine überschaubarere Struktur von Beziehungen mit ausgewählten anderen Organisationen und Institutionen zu überführen: Sie verändern ihre Organisationsstrukturen, das Ausmaß der Arbeitsteilung und sie zergliedern und integrieren sich in Netzwerke. Die klassischen Universalbanken werden zunehmend Spezialisten der Integration komplexer Prozesse und IT-Lösungen am Ende der Wertschöpfungskette, ohne die gesamte Kette selbst zu betreiben. Dies gilt besonders für das Retail Banking.

Die Bausteine eines Retail Banking-Netzwerks sind modulare Einheiten, also Einzelunternehmen mit eigener Entscheidungskompetenz und Ergebnisverantwortung, die nicht mehr nur dem finanziellen Sektor angehören müssen. Sie haben unterschiedliche individuelle Leistungsprofile bezüglich ihrer Kompetenzen. Gerade diese Branchengrenzen überschreitende Heterogenität ist – verbunden mit der synergieträchtigen Komplementarität der Fähigkeiten – der entscheidende Faktor, der dazu beiträgt, einem Retail Banking-Netzwerk Wettbewerbsvorteile zu verschaffen.

Vernetzung ist auch stets – das darf nicht übersehen werden – das Ergebnis von Entscheidungen und erfordert handelnde Akteure. Unternehmen – und damit auch die Banken – benötigen dafür neue, spezifische Fähigkeiten des Managements, um erfolgreich „im Netz werken zu können", das heißt um die für ihre Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit erforderlichen Geschäftsbeziehungen aufzubauen, zu pflegen, zu prüfen und zielgerichtet zu steuern.

Das Management der Retail-Banken kann sich in saturierten, transparenten Käufermärkten den marktwirtschaftlich gesteuerten Umstrukturierungsanforderungen nicht verschließen. Industrialisierung, Offshoring und Outsourcing verbunden mit einem exzellenten Change Management werden die Kernelemente bankbetrieblicher Geschäftspolitik im Retail Banking werden beziehungsweise sind es zum Teil bereits. Der Wettbewerb zwischen Retail Banking-Netzwerken wird künftig dominieren, das Wettbewerbsmodell „Bank gegen Bank" verliert dagegen an Bedeutung. Die Zukunft wird in diesem Geschäftsfeld für ein Kre-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ditinstitut verstärkt davon abhängen, mit welcher Intensität es in welchen Netzwerken eingebunden sein wird.

Literaturverzeichnis

Baumöl, U. / *Winter*, R. (2001): Intentions Value Networks - A Business Model of the Information Age. In: ICEIS 2001 – Proceedings of the Third International Conference on Enterprise Information Systems. Hrsg. v. P. Miranda u. a. Vol. 2, Setubal 2001, S. 1075-1080.

Bernet, B. (1998): Konzeptionelle Grundlagen des modernen Relationship Banking. In: Relationship Banking profitabler gestalten. Hrsg. v. B. Bernet / P. Held. Wiesbaden, S. 3-36.

Besanko, D. u. a. (2004): Economics of Strategy. 3. Aufl., New York, Toronto u. Singapur.

Bösch, M. (2003): Marktlösungen versus einzelwirtschaftliche Lösungen im Transaction Banking. In: Transaction Banking – Strategien, Organisation, Steuerungsinstrumente. Hrsg. v. I. Kipker / M. Veil. Wiesbaden, S. 35-46.

Bongartz, U. (2003): Offshore Outsourcing in Banken – der Weg nach Indien. In: Outsourcing in Banken. Mit zahlreichen aktuellen Beispielen. Hrsg. v. B. Kaib. Wiesbaden, S. 225-239.

Breuer, R.-E. (2000): Ausführungen in der Hauptversammlung der Deutschen Bank am 9. Juni 2000 in Frankfurt am Main. Pressemitteilung der Deutschen Bank. http://www.deutsche-bank.de/ir/pdfs/HVBreuer_d.pdf.

Bühler, W. (2004): Retailgeschäft: Ertragszuwachs durch unkonventionelles Mehrwert-Banking. „Die Bank", S. 100-103.

Burkhardt, T. / *Lohmann*, K. (1998): Wachstum und Facetten des Electronic Commerce – Ökonomische Perspektiven unter besonderer Berücksichtigung des Internet-Banking. In: Banking und Electronic Commerce im Internet. Hrsg. v. Th. Burkhardt / K. Lohmann. Berlin, S. 25-43.

Dombret, A. R. / *Kern*, H. J. (2003): European Retail Banks - An Endangered Species? Survival Strategies for the Future. Weinheim.

Evans, P. / *Wurster*, T. S. (2000): Web Att@ck. Strategien für die Internet-Revolution. München u. Wien.

Graband, T. / *Wand*, K. (2003): Outsourcingstrategien im Retail Banking In: Outsourcing in Banken. Hrsg. v. B. Kaib. Wiesbaden, S. 55-73.

Granovetter, M. (1978): The Strength of Weak Ties. „American Journal of Sociology", Vol. 78 (1978), S. 1360-1380.

Häßler, G. P. (2003): Implementierbarkeit ausgewählter branchenfremder Konzepte im Retail Banking. Leistungstiefenverringerung und Franchising als Untersuchungsobjekte. Darmstadt.

Heck, K. (2004): Kundenbeziehungsmanagement der DAB Bank AG. http://www. verkauf-aktuell.de/fb0124.htm [5.8.2004].

Heinecke, H.-J. (1997): Netzwerke – Chancen und Risiken von Unternehmensbündnissen. In: Hernsteiner-Fachzeitschrift für Managemententwicklung, 2/1997, S. 21-24.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kipker, I. (2003): Der Konzentrationsprozess im deutschen Transaction Banking. In: Transaction Banking – Strategien, Organisation, Steuerungsinstrumente. Hrsg. v. I. Kipker / M. Veil. Wiesbaden, S. 3-12.

– (2003a): Entwicklungstendenzen in der Kreditfabrik. In: Transaction Banking – Strategien, Organisation, Steuerungsinstrumente. Hrsg. v. I. Kipker / M. Veil. Wiesbaden, S. 79-90.

Kopf (2002): Abwicklung bei Banken im Kontext einer wertschaffenden Unternehmensstrategie. In: Banken in der Wertfalle. Hrsg. v. N. Linn / C. Riese / St. Krotsch. Frankfurt a. M., S. 98-133.

Kubitschek, C. (2000): Franchising – Effizienzvergleich mit alternativen Vertriebskonzepten. Wiesbaden.

Lamberti, H.-J. (2004): Industrialisierung des Bankgeschäfts. „Die Bank", S. 370-375.

Marlière, A. (2002): Die Grenzen von Banken. Dissertation St. Gallen.

Moormann, J. / *Möbus*, D. (2004): Wertschöpfungsmanagement in Banken. Frankfurt a. M.

Ott, U. (2004): Direct Banking: Raus aus der Nische. „Die Bank", H. 9, S. 33-36.

o.V., Internet und Online Banking: Warum „Offliner" Offliner sind. „Die Bank", S. 282-283.

Payer, H. (2002): Wieviel Organisation braucht das Netzwerk? Entwicklung und Steuerung von Organisationsnetzwerken mit Fallstudien aus der Cluster- und Regionalentwicklung. Dissertation Klagenfurt.

Porter, M. E. (1999): Wettbewerbsvorteile – Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 5. Aufl., Frankfurt a. M. u. New York.

Reus, P. (1998): Merkmale und ökonomische Effekte elektronischer Märkte unter besonderer Berücksichtigung der Bankenmärkte. In: Banking und Electronic Commerce im Internet. Hrsg. v. Th. Burkhardt / K. Lohmann. Berlin, S. 47-82.

– (2000): Retail Banking und Internet-Ökonomie. In: Finanzielle Märkte und Banken. Innovative Entwicklungen am Beginn des 21. Jahrhunderts. Wolfgang Benner zum 60. Geburtstag. Hrsg. v. J. Holst / M. Wilkens. Berlin, S. 3-28.

Rieder, W. / *Funk*, C. (2003): Für Finanzdienstleister bricht das Zeitalter der Industrialisierung an. „Frankfurter Allgemeine Zeitung" vom 21.7.2003.

Salmen, S.-M. (2002): Digitale Kundennähe via Online-Personalisierung. „Die Bank", S. 704-708.

Schaaf, J. (2004): IT-Outsourcing: Königsweg durch Minenfeld. „Die Bank", H. 8, S. 70-73.

Schober, H. (2004): Dekonstruktion der Wertkette in Banken: Outsourcing oder Kooperation. In: Sourcing in der Bankwirtschaft. Hrsg. v. W. Achenbach / J. Moormann / H. Schober. Frankfurt a. M., S. 23-44.

Schröder, G. A. (2004): Konzentration auf Kernkompetenzen durch Auslagerung von Wertschöpfungsstufen. „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", S. 478-482.

Siebrecht, J. (2004): Der Einfluss neuer Informations- und Kommunikationstechnik auf Wettbewerb und Koordination am Beispiel der Bankbranche. Diplomarbeit Köln.

Steinke, B.-M. / *Adiyaman*, Y. (2002): Retail Banking: Effizienzgewinn durch B2B2C-Kredit, „Die Bank", S. 563-567.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Swoboda, U. C. (2004): Retail-Banking und Private Banking. Zukunftsorientierte Strategien im Privatkundengeschäft. 2. Aufl., Frankfurt a. M.

Sydow, J. (1992): Strategische Netzwerke. Evolution und Organisation. Wiesbaden.

– (1993): Von der Unternehmungsorganisation zu Unternehmungsnetzwerken. In: Strukturwandel in Management und Organisation. Neue Konzepte sichern die Zukunft. Hrsg. v. H. Scharfenberg. Baden-Baden, S. 383-396.

Veil, M. / *Goldstein*, K. (2003): Internationalisierung als Geschäftsstrategie. In: Transaction Banking – Strategien, Organisation, Steuerungsinstrumente. Hrsg. v. I. Kipker / M. Veil. Wiesbaden, S. 61-77.

Walter, I. (1997): Universal Banking: A Shareholder Value Perspective. „European Management Journal", Vol. 15, S. 344-360.

Winter, R. (2002): Retail Banking im Informationszeitalter – Trends, Geschäftsarchitektur und erste Beispiele. In: Retail Banking im Informationszeitalter. Hrsg. v. S. Leist / R. Winter. Berlin etc., S. 29-50.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Neue Entwicklungen im Fernabsatzrecht: Erstreckung auf Finanzdienstleistungen

Von Gerhard Ring

A. Einleitung

Die technische Entwicklung moderner Telekommunikationstechniken (insbesondere der Möglichkeiten des Internets) schreitet immer weiter voran und erfaßt mehr und mehr auch Finanzdienstleistungen (Kredite, Versicherungen, Altersvorsorge, Geldanlage und ähnliches), die dem Verbraucher – vor allem auch aus Kostenersparnisgründen seitens des Anbieters – nicht mehr „face to face" im Kreditinstitut (das heißt stationär), sondern im Fernabsatz angeboten werden. Der Verbraucherschutz fordert daher auch und gerade in diesem (beratungsintensiven) Dienstleistungssegment seinen Tribut. Dem kommt nach langer Diskussion auf europäischer Ebene die auf eine Harmonisierung nationaler Verbraucherschutzrechte abzielende Richtlinie 2002/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.9.2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher (fortan FinFARL) und zur Änderung der Richtlinie 90/619/EWG und der Richtlinien 97/7/EG (FARL) und 98/27/EG[1] nach.

Die FinFARL[2] folgt der Richtlinie 97/7/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über den Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz vom 20.5.1997[3] (fortan FARL)[4] als „grundlegendem EG-Vertriebsgesetz"[5] nach,[6] die (ursprünglich im FernAbsG[7] und) aktuell ihre Umsetzung im deut-

---

[1] ABl EG Nr. L 271 vom 9.10.2002, S. 16.

[2] Zur Vorgeschichte *Hoppmann* (1999), S. 673.

[3] ABl EG Nr. L 144, S. 19.

[4] *Arold* (1997), S. 526; *Bermanseder* (1998), S. 342; *Bodewig* (1997), S. 447; *Göß-mann* (1998), S. 88; *Kronke* (1996), S. 965; *Leible/Sosnitza* (1998), S. 283; *Lorenz* (2000), S. 833; *Martinek* (1998), S. 207; *Micklitz* (1993), S. 133; *Micklitz/Reich* (1998); *Micklitz/Reich* (1999), S. 2093; *Reich* (1997), S. 581.

[5] So *Reich* (1997), S. 581.

[6] Vgl. zudem die E-Commerce-Richtlinie 2000/31 EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8.6.2000 über bestimmte rechtliche Aspekte der Dienste der Informationsgesellschaft, insbesondere des elektronischen Geschäftsverkehrs im Binnenmarkt (transformiert in § 312e BGB, im Elektronischen Verkehrs-Gesetz vom 14.12.2001 [BGBl. I, S. 3721] und im Gesetz zur Anpassung der Formvorschriften des

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schen Recht in den §§ 312b ff. BGB erfahren hat.[8] Gegenstand der FARL ist nach deren Art. 1 die Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten über Vertragsabschlüsse im Fernabsatz von Waren und Dienstleistungen zwischen Unternehmern und Verbrauchern. Dem Erlaß der FARL war eine Diskussion des Problemkomplexes im ersten EWG-Verbraucherschutzprogramm 1975[9] und ein Grünbuch über Vertragsabschlüsse im Fernabsatz 1992[10] vorausgegangen. Die FARL wird ergänzt durch die (nicht bindende) Empfehlung 92/295/EWG der Kommission vom 7.4.1992 über die Verhaltenscodices zum Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz.[11] Berufsvereinigungen von Lieferern sind aufgefordert, sich diese zu geben.

Privatrechts und anderer Vorschriften an den modernen Geschäftsverkehr [BGBl. I, S. 1542]), die das Funktionieren des elektronischen Geschäftsverkehrs im Binnenmarkt sichern soll – dazu näher *Arndt/Köhler* (2001), S. 102; *Bender/Sommer* (2000), S. 260; *Graf von Bernsdorff* (2000), S. 14; *Bleiweiß* (2000), S. 506; *Buchner* (2000), S. 147; *Gierschmann* (2000), S. 1315; *Grigoleit* (2001), S. 597; *Härting* (2001), S. 80; *Heckmann* (2000), S. 1370; *Hoeren* (1999), S. 192; *Holznagel* (1999), S. 103; *Kronke* (1996), S. 985; *Leverenz* (2003), S. 698; *Meub* (2002), S. 359; *Miedbrodt/Mayer* (2001), S. 432; *Piepenbrock/Schmitz* (2000), S. 378; *Spindler* (2001), S. 203; *Spindler* (2001a), S. 324; *Spindler* (2001b), S. 36; *Spindler* (2001c), S. 203; *Spindler* (2003), S. 459; *Waldenberger* (1999), S. 296; *Ziem* (2000), S. 129.

[7] Dazu *Artz* (1999), S. 393; *Artz* (1999a), S. 249; *Baum/Trafkowski* (2001), S. 459; *Ring* (2000).

[8] *Börner/Rath/Sengpiel* (2001); *Bülow* (1999), S. 1293; *Bülow* (1998), S. 89; *Bülow/Artz* (2000), S. 2049; *Bürger* (2002), S. 465; *Ecker* (1994), S. 717; *Flume* (2000), S. 1427; *Fuchs* (2000), S. 1273; *Gaertner/Gierschmann* (2000), S. 1601; *Gorris/Schmittmann* (2002), S. 2345; *Härting* (2003), S. 204; *Härting* (2002), S. 61; *Härting* (2001), S. 11; *Härting* (2000), S. 2312; *Härting* (1999), S. 507; *Härting/Schirmbacher* (2003), S. 1777; *Härting/Schirmbacher* (2000), S. 917; *Hensen* (2000), S. 1151; *Herbert* (2003), S. 737; *Hoffmann/Höpfner* (2003), S. 107; *Kamanabrou* (2000), S. 1417; *Lorenz* (2000), S. 833; *Mankowski* (2001), S. 767; *Martinek* (1998), S. 207; *Meder* (2000), S. 2076; *Meents* (2000), S. 616; *Meub* (2002), S. 359; *Micklitz* (2001), S. 133; *Micklitz/Reich* (2000), S. 2093; *Möllers* (2002), S. 121; *Neises* (2000), S. 899; *Ott* (2003), S. 945; *Peukert* (2002), S. 347; *Ramming* (2003), S. 60; *Riehm* (2000), S. 505; *Roth* (2001), S. 475; *Roth* (2000), S. 1013; *Rott* (2001), S. 78; *Schmidt-Räntsch* (2000), S. 434; *Schmidt-Räntsch* (2000a), S. 427; *Schmittmann* (2003), S. 385; *Schmittmann* (2000), S. 1545; *Schulte-Nölke* (1998), S. 210; *Tonner* (2000), S. 1413; *Wegner* (2000), S. 407; *Wendehorst* (2000), S. 1311; *Willingmann* (1998), S. 395.

[9] Erwägungsgründe 5 bis 7 der Präambel, ABl. EG 1975 Nr. C 92/1.

[10] KOM (92) 11, ABl. EG 1992 Nr. C 156/14.

[11] ABl. EG 1992, Nr. L 156, S. 21.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

B. Die EG-Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher

Die FinFARL vom 23.9.2002 ist nach ihrem Art. 21 bis zum 9.10.2004 in das deutsche Recht umzusetzen. Die Transformation soll in Deutschland durch das Gesetz zur Änderung der Vorschriften über Fernabsatzverträge bei Finanzgeschäften[12] vor allem durch eine Änderung der §§ 312b ff. BGB und der BGB-InfoVO (durch Einarbeitung der Besonderheiten des Finanzdienstleistungsvertriebs) sowie des VVG (durch Schaffung einer geschlossenen Parallelregelung zum BGB-Vertriebsrecht) erfolgen.

Ziel der FinFARL ist nach ihrem Art. 1 Abs. 1 die europaweite Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten für den Vertrieb von Finanzdienstleistungen an den Verbraucher – zum Beispiel der Kreditgewährung, des Abschlusses von Versicherungen, der Altersversorgung und der Geldanlage – an Verbraucher insbesondere mittels Telefon, Fax oder Internet.

Die FinFARL schließt damit eine Lücke im europäischen Verbraucherschutzrecht. Art. 3 Abs. 1, 1. Spiegelstrich in Verbindung mit Anhang II FARL hatte nämlich gerade den Bereich des Fernabsatzes von Finanzdienstleistungen aus dem Anwendungsbereich der FARL ausgenommen (vgl. auch § 312 Abs. 3 Nr. 3 BGB – nämlich Fernabsatzverträge über „Finanzgeschäfte, insbesondere Bankgeschäfte, Finanz- und Wertpapierdienstleistungen und Versicherungen sowie deren Vermittlung, ausgenommen Darlehensvermittlungsverträge"). Damit war bislang der Abschluss von Fernabsatzverträgen für Finanzdienstleistungen – mit Ausnahme von Darlehensvermittlungsverträgen zwischen Verbrauchern und Unternehmern (vgl. §§ 655a bis e BGB) – gesetzlich im BGB nicht ausdrücklich geregelt.

Nach noch geltendem Recht (Stand *September 2004* – § 312b Abs. 3 Nr. 3 BGB) finden die Vorschriften über Fernabsatzverträge daher auch *keine Anwendung* auf Verträge über *Finanzgeschäfte*, insbesondere Bankgeschäfte, Finanz- und Wertpapierdienstleistungen und Versicherungen sowie deren Vermittlung[13] mit einer gegenüber § 1 Abs. 3 Nr. 3 FernAbsG a. F. bedeutsamen Ausnahme: Ausgenommen bleiben Darlehensvermittlungsverträge im Sinne der §§ 655a ff. BGB. § 312b Abs. 3 Nr. 3 BGB soll bewirken, daß die Vorschriften über Fernabsatzverträge (insbesondere die Unterrichtungspflichten nach § 312c BGB und das Widerrufsrecht gemäß § 312d BGB) *auch* für Darlehensvermittlungsverträge gelten, sofern diese nur „im Fernabsatz" abgeschlossen werden (Gegenausnahme).

---

[12] RegE, BR-Dr. 84/04 beziehungsweise BT-Dr. 15/2946.

[13] Diese Bereichsausnahme war bereits im Vorfeld der FARL heftig umstritten. Vgl. etwa *Micklitz/Reich* (1998), Rn 21.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Gesetzgeber hat den genannten Bereich mit dem Begriff *Finanzgeschäft* und nicht (wie in Art. 3 Abs. 1 FARL erfolgt) mit dem Terminus „Finanzdienstleistung" belegt, da der Begriff der „Finanzdienstleistung" in § 1 Abs. 1a des Gesetzes über das Kreditwesen in der Fassung vom 22. Januar 1996 (KWG)[14] bereits belegt ist und lediglich einen Ausschnitt der von der Richtlinie ausgenommenen Finanzdienstleistungen (das heißt in einem abweichenden und engeren Sinne) erfaßt.[15] Die Aufzählung hat lediglich beispielhaften Charakter und orientiert sich an der gleichermaßen nicht erschöpfenden *Liste in Anhang II der FARL* (Finanzdienstleistungen nach Art. 3 Abs. 1 FARL): Wertpapierdienstleistungen, Versicherungs- und Rückversicherungsgeschäfte, Bankdienstleistungen, Tätigkeiten im Zusammenhang mit Versorgungsfonds sowie Dienstleistungen im Zusammenhang mit Termin- oder Optionsgeschäften. Diese Dienstleistungen umfassen insbesondere Wertpapierdienstleistungen gemäß dem Anhang der Richtlinie 93/22/EWG,[16] Dienstleistungen von Wertpapierfirmen für gemeinsame Anlagen, Dienstleistungen im Zusammenhang mit den Tätigkeiten, die im Anhang zur Richtlinie 89/646/EWG[17] genannt sind und für die die gegenseitige Anerkennung gilt, sowie Versicherungs- und Rückversicherungsgeschäfte gemäß Art. 1 der Richtlinie 73/239/EWG,[18] dem Anhang der Richtlinie 79/267/EWG,[19] der Richtlinie 64/225/EWG[20] sowie den Richtlinien 92/49/EWG[21] und 92/96/EWG.[22]

Der Ausnahmebereich nach § 312b Abs. 3 Nr. 3 BGB erfaßt auch Lebensversicherungs- und Nichtlebensversicherungsverträge, das Einlagengeschäft (das heißt Sparverträge oder Festgeldverträge und ähnliches) sowie andere Bankgeschäfte und Wertpapierdienstleistungen. Der Ausschluß erstreckt sich nicht nur auf die genannten Vertragstypen selbst, sondern – wie das Gesetz dies ausdrücklich klarstellt – auch bereits auf deren *Vermittlung*.

---

[14] BGBl I, S. 65.

[15] RegE, BT-Drucks 14/2658, S. 32.

[16] ABl. Nr. L 141 vom 11.6.1993, S. 27.

[17] ABl. Nr. L 386 vom 30.12.1989, S. 1. Richtlinie, zuletzt geändert durch die Richtlinie 92/30/EWG (ABl. Nr. L 110 vom 28.4.1992, S. 52)

[18] ABl. Nr. L 228 vom 16.8.1973, S. 3. Richtlinie, zuletzt geändert durch die Richtlinie 92/49/EWG (ABl. Nr. L 228 vom 11.8.1992, S. 1)

[19] ABl. Nr. L 63 vom 13.3.1979, S. 1. Richtlinie, zuletzt geändert durch die Richtlinie 90/619/EWG (ABl. Nr. L 330 vom 29.11.1990, S. 50)

[20] ABl. Nr. L 56 vom 4.4.1964, S. 878/64. Richtlinie, geändert durch Beitrittsakte von 1973.

[21] ABl. Nr. L 228 vom 11.8.1992, S. 1.

[22] ABl. Nr. L 360 vom 9.12.1992, S. 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Grund für die Herausnahme von Verträgen über Finanzgeschäfte war darin zu sehen, daß sie Gegenstand einer *speziellen Richtlinie* werden sollten[23] – die nunmehr in Gestalt der FinFARL auch erlassen worden ist. Durch einen Verweis auf dieses Vorhaben entzog sich der nationale Gesetzgeber zunächst einer Debatte darüber, warum er nicht unter Rückgriff auf das Mindeststandardprinzip auf die Bereichsausnahme verzichtet hat.[24]

Das deutsche Recht schützte auch schon vor der Schuldrechtsreform 2002 den Verbraucher bei Verbraucherkreditverträgen, Versicherungsverträgen und beim Erwerb von Investmentanteilen durch Informationspflichten und Widerrufsrechte. Diese verbraucherschutzrechtlichen Vorgaben gelten allerdings für *alle* Vertriebsformen und nicht nur für den Fernabsatz.

Der Gesetzgeber hat also bisher Finanzgeschäfte generell vom Anwendungsbereich des Fernabsatzrechts ausgenommen. Damit erübrigt sich in § 312b BGB auch eine weitere ausdrückliche Regelung der Konkurrenz zum Versicherungsvertragsgesetz, zum Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen sowie zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften. Diese Regelungen enthalten auch Informationspflichten und Widerrufsrechte, die den Kundenschutzvorschriften der FARL gleichwertig sind.[25]

Regelungsgehalt der Richtlinie 2002/65/EG (FinFARL) sind umfassende Informationspflichten gegenüber dem Verbraucher (Art. 3 bis 5 FinFARL – B.II.) sowie ein Widerrufsrecht beim Fernabsatz von Finanzdienstleistungen (Art. 6 FinFARL – B.III.). Weiterhin sind die Mitgliedstaaten gehalten, die außergerichtliche Streitbeilegung zu fördern (Art. 14 FinFARL – B.IV.). Die dem Verbraucher durch die Richtlinie eingeräumten Rechte sind unverzichtbar (Art. 12 Abs. 1 FinFARL). Nach der internationalprivatrechtlichen Regelung des Art. 12 Abs. 2 FinFARL haben die Mitgliedstaaten auch die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, daß der Verbraucher den durch die FinFARL gewährten Schutz nicht dadurch verliert, daß das Recht eines Drittstaates als das auf den Vertrag anzuwendende Recht gewählt wird, wenn der Vertrag eine enge Verbindung mit dem Hoheitsgebiet eines oder mehrerer Mitgliedstaaten aufweist.

---

[23] Vgl. dazu auch den früheren Richtlinienvorschlag der Kommission (KOM [1998] 468) vom 14.10.1998: Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher und zur Änderung der Richtlinie 90/619/EWG des Rates und der Richtlinie 97/7/EG und 98/27/EG, abgedruckt in WM 1999, 1477 (vgl. zudem BR-Drucks 987/98). Dazu *Riesenhuber* (1999); vgl. im Übrigen den geänderten Kommissionsvorschlag KOM (1999) 385, ABl. EG Nr. C 177 E vom 27.6.2000, S. 21.

[24] *Tonner* (2000), S. 1413, 1416.

[25] RegE, BT-Drucks 14/2658, S. 32 re. Sp.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

I. Begriffsbestimmung

Als *Fernabsatzvertrag* definiert Art. 2a FinFARL jeden zwischen einem *Anbieter* (im Sinne einer natürlichen oder juristischen Person des öffentlichen oder privaten Rechts, die im Rahmen ihrer gewerblichen oder beruflichen Tätigkeit Dienstleistungen aufgrund von Fernabsatzverträgen erbringt – lit. c) und einem *Verbraucher* (als natürlicher Person, die bei Fernabsatzverträgen zu Zwecken handelt, die nicht ihrer gewerblichen oder beruflichen Tätigkeit zugerechnet werden können – lit. d) geschlossenen, *Finanzdienstleistungen* (das heißt jede Bankdienstleistung sowie jede Dienstleistung im Zusammenhang mit einer Kreditgewährung, Versicherung, Altersversorgung von Einzelpersonen, Geldanlage oder Zahlung – lit. b) betreffenden Vertrag. Der Finanzdienstleistungsvertrag muß im Rahmen eines für den Fernabsatz organisierten Vertriebs- beziehungsweise Dienstleistungssystems des Anbieters geschlossen werden, wobei letzterer für den Vertrag bis zu und einschließlich dessen Abschlusses ausschließlich ein oder mehrere Fernkommunikationsmittel verwendet. Fernkommunikationsmittel ist nach Art. 2e FinFARL jedes Kommunikationsmittel, das ohne gleichzeitige körperliche Anwesenheit des Anbieters und des Verbrauchers für den Fernabsatz einer Dienstleistung zwischen diesen Personen eingesetzt werden kann.

II. Informationspflichten gegenüber dem Verbraucher

Der Verbraucher hat sowohl vorvertragliche (Art. 3 FinFARL – 1.) als auch zusätzliche Informationsansprüche (Art. 4 FinFARL – 2.) gegen den Anbieter.

1. Vorvertragliche Informationsansprüche des Verbrauchers

Die vorvertraglichen Informationsansprüche des Verbrauchers (Art. 2d FinFARL) erstrecken sich nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 bis 4 FinFARL auf die Aspekte Anbieter (B.II.1.a), Finanzdienstleistung (B.II.1.b), Fernabsatzvertrag (B.II.1.c) sowie den Rechtsbehelf (B.II.1.d). Die entsprechenden Informationen sind dem Verbraucher rechtzeitig bevor er durch einen Fernabsatzvertrag oder durch ein Angebot gebunden ist, zur Verfügung zu stellen. Der geschäftliche Zweck dieser Informationen muß nach Art. 3 Abs. 2 FinFARL unmißverständlich erkennbar sein. Die Informationen selbst müssen in klarer und verständlicher Weise in einer dem benutzten Fernkommunikationsmittel (Art. 2e FinFARL) angepaßten Weise erteilt werden, wobei insbesondere der Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr und der Grundsatz des Schutzes der Personen zu wahren ist, die nach dem Recht der Mitgliedstaaten nicht geschäftsfähig sind (wie beispielsweise Minderjährige).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

a) Informationen über den Anbieter

Im Hinblick auf den Anbieter sind dem Verbraucher nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 FinFARL Informationen über dessen Identität und Hauptgeschäftstätigkeit, die Anschrift seiner Niederlassung und jede andere Anschrift, die für die Geschäftsbeziehung zwischen dem Verbraucher und dem Anbieter maßgeblich ist, zur Verfügung zu stellen (lit. a). Des weiteren ist ihm die Identität des Vertreters des Anbieters in dem Mitgliedstaat mitzuteilen, in dem der Verbraucher seinen Wohnsitz hat, und die Anschrift, die für die Geschäftsbeziehung zwischen dem Verbraucher und dem Vertreter maßgeblich ist (lit. b). Wenn der Verbraucher mit einer anderen gewerblich tätigen Person als dem Anbieter geschäftlich zu tun hat, muß auch über die Identität dieser Person sowie die Eigenschaft, in der sie gegenüber dem Verbraucher tätig wird, informiert werden, und die Anschrift, die für die Geschäftsbeziehung zwischen dem Verbraucher und dieser Person maßgeblich ist, angegeben werden (lit. c). Wenn der Anbieter in ein Handelsregister oder ein vergleichbares öffentliches Register eingetragen ist, muß das Handelsregister, in das er eingetragen ist, und seine Handelsregisternummer oder eine gleichwertige in diesem Register verwendete Kennung mitgeteilt werden (lit. d). Soweit für die Tätigkeit des Anbieters eine Zulassung erforderlich ist, sind Angaben zur zuständigen Aufsichtsbehörde zu machen (lit. e).

b) Informationen über die Finanzdienstleistungen

Es muß nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 2 FinFARL eine Beschreibung der wesentlichen Merkmale der Finanzdienstleistung gegeben werden (lit. a), der Gesamtpreis genannt werden (den der Verbraucher dem Anbieter für die Finanzdienstleistung schuldet, einschließlich aller damit verbundenen Provisionen, Gebühren und Abgaben sowie aller über den Anbieter abgeführten Steuern, oder, wenn kein genauer Preis angegeben werden kann, die Grundlage für seine Berechnung, die dem Verbraucher eine Überprüfung des Preises ermöglicht – lit. b), gegebenenfalls ein Hinweis darauf gegeben werden, daß sich die Finanzdienstleistung auf Finanzinstrumente bezieht, die wegen ihrer spezifischen Merkmale oder der durchzuführenden Vorgänge mit speziellen Risiken behaftet sind oder deren Preis Schwankungen auf dem Finanzmarkt unterliegt, auf die der Anbieter keinen Einfluß hat. Weiterhin ist ein Hinweis darauf erforderlich, daß in der Vergangenheit erwirtschaftete Erträge kein Indikator für künftige Erträge sind (lit. c) sowie ein Hinweis auf mögliche weitere Steuern und/oder Kosten, die nicht über den Anbieter abgeführt oder von ihm in Rechnung gestellt werden (lit. d). Angaben zu einer etwaigen Beschränkung des Zeitraums, während dessen die zur Verfügung gestellten Informationen gültig sind (lit. e), sind ebenso erforderlich wie Angaben zu Einzelheiten hinsichtlich der Zahlung und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Erfüllung (lit. f) sowie Hinweisen zu allen spezifischen zusätzlichen Kosten, die der Verbraucher für die Benutzung des Fernkommunikationsmittels (Art. 2e FinFARL) zu tragen hat, wenn solche zusätzlichen Kosten in Rechnung gestellt werden (lit. g).

c) Informationen über den Fernabsatzvertrag

Der Verbraucher ist nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 3 FinFARL über das Bestehen oder Nichtbestehen eines Widerrufsrechts gemäß Art. 6 FinFARL (B.III.) sowie für den Fall, daß ein solches Recht besteht, die Widerrufsfrist und Modalitäten für dessen Ausübung, einschließlich des Betrags, den der Verbraucher gegebenenfalls gemäß Art. 7 Abs. 1 FinFARL zu entrichten hat, sowie die Folgen der Nichtausübung dieses Rechts zu informieren (lit. a). Weiterhin besteht eine Informationspflicht über die Mindestlaufzeit des Fernabsatzvertrags, wenn dieser die Erbringung einer dauernden oder regelmäßig wiederkehrenden Finanzdienstleistung zum Inhalt hat (lit. b).

Folgende weiteren Angaben sind zu machen: Angaben zum Recht der Parteien, den Fernabsatzvertrag vorzeitig oder einseitig aufgrund der Vertragsbedingungen zu kündigen, einschließlich aller Vertragsstrafen, die in einem solchen Fall auferlegt werden (lit. c); praktische Hinweise zur Ausübung des Widerrufsrechts, darunter die Angabe der Anschrift, an die die Mitteilung über den Widerruf zu senden ist (lit. d); Benennung des oder der Mitgliedstaaten, dessen beziehungsweise deren Recht der Anbieter der Aufnahme von Beziehungen zum Verbraucher vor Abschluß des Fernabsatzvertrags zugrunde legt (lit. e); Vertragsklauseln über das auf den Fernabsatzvertrag anwendbare Recht und/oder über das zuständige Gericht zu (lit. f) sowie Angaben darüber, in welcher Sprache oder in welchen Sprachen die Vertragsbedingungen und die in Art. 3 FinFARL genannten Vorabinformationen mitgeteilt werden, sowie darüber, in welcher Sprache oder in welchen Sprachen sich der Anbieter verpflichtet, mit Zustimmung des Verbrauchers die Kommunikation während der Laufzeit dieses Vertrags zu führen (lit. g).

d) Informationen über den Rechtsbehelf

Der Verbraucher hat nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 4 FinFARL einen Anspruch auf Angaben darüber, ob er als Vertragspartei Zugang zu einem außergerichtlichen Beschwerde- und Rechtsbehelfsverfahren hat. Gegebenenfalls sind ihm die Voraussetzungen für diesen Zugang zu benennen (lit. a) sowie Angaben über das Bestehen eines Garantiefonds oder anderer Entschädigungsregelungen zu machen, die nicht unter die Richtlinie 94/19/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30.5.1994 über Einlagensicherungssysteme und der Richtli-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nie 97/9/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3.3.1997 über Systeme für die Entschädigung der Anleger fallen (lit. b).[26]

e) Besonderheiten bei fernmündlicher Kommunikation

Im Falle einer fernmündlichen Kommunikation ist die Identität des Anbieters und der geschäftliche Zweck des vom Anbieter initiierten Anrufs nach Art. 3 Abs. 3 FinFARL zu Beginn eines jeden Gesprächs mit dem Verbraucher offenzulegen (lit. a). Dabei brauchen nach lit. b (vorbehaltlich der ausdrücklichen Zustimmung des Verbrauchers) jedoch nur folgende Informationen übermittelt zu werden: die Identität der Kontaktperson des Verbrauchers und deren Verbindung zum Anbieter, eine Beschreibung der Hauptmerkmale der Finanzdienstleistung, der Gesamtpreis, den der Verbraucher dem Anbieter für die Finanzdienstleistung schuldet (einschließlich aller über den Anbieter abzuführenden Steuern, oder, wenn kein genauer Preis angegeben werden kann, die Grundlage für die Berechnung des Preises, die dem Verbraucher eine Überprüfung des Preises ermöglicht), ein Hinweis auf mögliche weitere Steuern und/oder Kosten, die nicht über den Anbieter abgeführt oder von ihm in Rechnung gestellt werden sowie das Bestehen oder Nichtbestehen eines Widerrufsrechts gemäß Art. 6 FinFARL (B.III.) sowie für den Fall, daß ein Widerrufsrecht besteht, die Widerrufsfrist und Modalitäten für dessen Ausübung, einschließlich des Betrags, den der Verbraucher gegebenenfalls gemäß Art. 7 Abs. 1 FinFARL zu entrichten hat. Der Anbieter hat den Verbraucher nach Art. 3 Abs. 3 S. 2 FinFARL weiterhin darüber zu informieren, daß auf Wunsch weitere Informationen übermittelt werden können und welcher Art diese Informationen sind. Der Anbieter erteilt in jedem Fall sämtliche Informationen, wenn er seinen Verpflichtungen nach Art. 5 FinFARL nachkommt (so Art. 3 Abs. 3 S. 3 FinFARL).

2. Zusätzliche Informationspflichten

Enthalten die gemeinschaftlichen Rechtsvorschriften über Finanzdienstleistungen Bestimmungen mit zusätzlichen Anforderungen an eine vorherige Auskunftserteilung, die über die in Art. 3 Abs. 1 FinFARL (unter B.II.1.a bis e) genannten Informationspflichten hinausgehen, so gelten nach Art. 4 FinFARL diese Anforderungen weiterhin. Bis zu einer weiteren Harmonisierung können die Mitgliedstaaten strengere Bestimmungen über die Anforderungen an eine vorherige Auskunftserteilung aufrechterhalten oder erlassen, wenn diese Bestimmungen mit dem Gemeinschaftsrecht im Einklang stehen (so Art. 4 Abs. 2 Fin-

[26] ABl. L Nr. 135 vom 31.5.1994, S. 5, und ABl. L Nr. 84 vom 26.3.1997, S. 22.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

FARL). Die Mitgliedstaaten teilen der Kommission nach Art. 4 Abs. 3 FinFARL die einzelstaatlichen Bestimmungen über die Anforderungen an eine vorherige Auskunftserteilung im Sinne Art. 1 und 2 FinFARL mit, wenn es sich dabei um Anforderungen handelt, die zu den in Art. 3 Abs. 1 FinFARL (B.II.1.a bis e) genannten hinzukommen. Um durch alle geeigneten Mittel ein hohes Maß an Transparenz zu schaffen, trägt die Kommission nach Art. 4 Abs. 4 FinFARL dafür Sorge, daß die ihr mitgeteilten einzelstaatlichen Bestimmungen auch Verbrauchern und Anbietern zur Verfügung stehen.

III. Das Widerrufsrecht

Die Mitgliedstaaten tragen nach Art. 6 Abs. 1 FinFARL dafür Sorge, daß der Verbraucher innerhalb einer Frist von 14 Kalendertagen den (Finanzdienstleistungs-)Vertrag widerrufen kann, ohne Gründe nennen oder eine Vertragsstrafe zahlen zu müssen. Bei Fernabsatzverträgen über Lebensversicherungen, die unter die Richtlinie 90/619/EWG fallen, und bei Fernabsatzverträgen über die Altersversorgung von Einzelpersonen wird diese Frist jedoch auf 30 Kalendertage verlängert. Die Widerrufsfrist beginnt zu laufen am Tag des Abschlusses des Fernabsatzvertrags (außer bei den genannten Lebensversicherungen, bei denen die Frist mit dem Zeitpunkt beginnt, zu dem der Verbraucher über den Abschluß des Fernabsatzvertrags informiert wird) oder an dem Tag, an dem der Verbraucher die Vertragsbedingungen und Informationen gemäß Art. 5 Abs. 1 oder 2 FinFARL (Übermittlung der Vertragsbedingungen und Vorabinformationen) erhält, wenn dieser Zeitpunkt später als der vorab genannte liegt. Die Mitgliedstaaten können zusätzlich zum Widerrufsrecht vorsehen, daß die Wirksamkeit von Fernabsatzverträgen über Geldanlage-Dienstleistungen für die Dauer der vorgesehen Frist ausgesetzt wird.

Das Widerrufsrecht ist nach Art. 6 Abs. 2a FinFARL bei Finanzdienstleistungen ausgeschlossen, deren Preis auf dem Finanzmarkt Schwankungen unterliegt, auf die der Anbieter keinen Einfluß hat und die innerhalb der Widerrufsfrist auftreten können (wie zum Beispiel bei Dienstleistungen im Zusammenhang mit Devisen, Geldmarktinstrumenten, handelbaren Wertpapieren, Anteilen an Anlagegesellschaften, Finanztermingeschäften [Futures] einschließlich gleichwertiger Instrumente mit Barzahlung, Zinstermingeschäften [FRA], Zins- und Devisenswaps oder Swaps auf Aktien- oder Aktienindexbasis [„equity swaps"], Kauf- oder Verkaufsoptionen auf alle genannten Instrumente einschließlich gleichwertiger Instrumente mit Barzahlung, wobei dazu insbesondere Devisen- und Zinsoptionen zählen), weiterhin bei Reise- und Gepäckversicherungspolicen oder bei ähnlichen kurzfristigen Versicherungspolicen mit einer Laufzeit von weniger als einen Monat (lit. b) sowie bei Verträgen, die auf ausdrücklichen Wunsch des Verbrauchers von beiden Seiten bereits voll erfüllt sind, bevor der Verbraucher sein Widerrufsrecht ausübt (lit. c).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Mitgliedstaaten können darüber hinaus nach Art. 6 Abs. 3 FinFARL bestimmen, daß das Widerrufsrecht auch bei einem Kredit ausgeschlossen ist, der überwiegend für den Erwerb oder die Erhaltung von Eigentumsrechten an einem Grundstück oder einem bestehenden oder geplanten Gebäude oder zur Renovierung oder Aufwertung eines Gebäudes bestimmt ist (lit. a); oder bei einem Kredit, der entweder durch eine Hypothek auf einem unbeweglichen Vermögensgegenstand oder durch ein Recht an einem unbeweglichen Vermögensgegenstand gesichert ist (lit. b); oder bei Erklärungen von Verbrauchern, die unter Mitwirkung eines Amtsträgers abgegeben werden, unter der Voraussetzung, daß der Amtsträger bestätigt, daß die Rechte des Verbrauchers gemäß Art. 5 Abs. 1 FinFARL (daß ihm also alle Vertragsbedingungen sowie die in Art. 3 Abs. 1 und Art. 4 FinFARL genannten Informationen in Papierform oder auf einem anderen dauerhaften Datenträger zur Verfügung stehen, zu dem er Zugang hat) gewahrt wurden. Das Recht auf eine Bedenkzeit zugunsten der Verbraucher mit Wohnsitz in einem Mitgliedstaat, in dem ein solches Recht zum Zeitpunkt der Annahme dieser Richtlinie besteht, bleibt von dieser Regelung unberührt. Übt der Verbraucher sein Widerrufsrecht aus, so teilt er nach Art. 6 Abs. 6 FinFARL dies vor Fristablauf unter Beachtung der ihm gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 3d FinFARL (B.II.1.c) gegebenen praktischen Hinweise in einer Weise mit, die einen Nachweis entsprechend den einzelstaatlichen Rechtsvorschriften ermöglicht. Die Frist gilt als gewahrt, wenn die Mitteilung, sofern sie in Papierform oder auf einem anderen dauerhaften, dem Empfänger zu Verfügung stehenden und ihm zugänglichen Datenträger (im Sinne Art. 2f FinFARL – als Medium, das es dem Verbraucher gestattet, an ihn persönlich gerichtete Informationen derart zu speichern, daß er sie in der Folge für eine für die Zwecke der Informationen angemessene Dauer einsehen kann, und das die unveränderte Wiedergabe der gespeicherten Informationen ermöglicht) erfolgt, vor Fristablauf abgesandt wird.

Art. 6 FinFARL findet nach dessen Abs. 7 keine Anwendung auf Kreditverträge, die gemäß Art. 6 Abs. 4 der Richtlinie 97/7/EG oder Art. 7 der Richtlinie 94/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.10.1994 zum Schutz der Erwerber im Hinblick auf bestimmte Aspekte von Verträgen über den Erwerb von Teilzeitnutzungsrechten an Immobilien[27] widerrufen wurden. Ist einem Fernabsatzvertrag über eine bestimmte Finanzdienstleistung ein anderer Fernabsatzvertrag hinzugefügt, der Dienstleistungen des Anbieters oder eines Dritten auf der Grundlage einer Vereinbarung zwischen einem Dritten und dem Anbieter betrifft, so wird dieser Zusatzvertrag ohne Vertragsstrafe aufgelöst, wenn der Verbraucher sein Widerrufsrecht nach Art. 6 Abs. 1 FinFARL ausübt.

[27] ABl. L Nr. 280 vom 29.10.1994, S. 83.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Übt der Verbraucher sein Widerrufsrecht nach Art. 6 Abs. 1 FinFARL aus, so darf von ihm nach Art. 7 Abs. 1 FinFARL lediglich die unverzügliche Zahlung für die vom Anbieter gemäß dem Fernabsatzvertrag tatsächlich erbrachte Dienstleistung verlangt werden. Mit der Erfüllung des Vertrags darf erst nach Zustimmung des Verbrauchers begonnen werden. Der zu zahlende Betrag darf einen Betrag nicht überschreiten, der dem Anteil der bereits erbrachten Dienstleistungen im Vergleich zum Gesamtumfang der im Fernabsatzvertrag vorgesehenen Dienstleistungen entspricht. Er darf zudem nicht so bemessen sein, daß er als Vertragsstrafe ausgelegt werden kann. Der Anbieter darf vom Verbraucher eine Zahlung nach Art. 7 Abs. 1 FinFARL auch nur dann verlangen, wenn er nachweisen kann, daß der Verbraucher über den zu zahlenden Betrag gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 3a FinFARL ordnungsgemäß unterrichtet worden ist (so Art. 7 Abs. 3 S. 1 FinFARL). Der Anbieter erstattet dem Verbraucher unverzüglich und spätestens binnen 30 Kalendertagen jeden Betrag, den er von diesem gemäß dem Fernabsatzvertrag erhalten hat (Art. 7 Abs. 4 FinFARL), wovon der in Art. 7 Abs. 1 FinFARL genannte Betrag ausgenommen bleibt.

Weiterhin haben die Mitgliedstaaten nach Art. 8 FinFARL dafür Sorge zu tragen, daß geeignete Vorkehrungen bestehen, damit der Verbraucher im Falle einer betrügerischen Verwendung seiner Zahlungskarte im Rahmen eines Fernabsatzvertrags die Stornierung einer Zahlung verlangen kann. Dem Verbraucher ist im Falle einer solchen betrügerischen Verwendung die Zahlung gut zu schreiben oder zu erstatten.

Unbeschadet bestehender Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über eine stillschweigende Verlängerung von Fernabsatzverträgen und soweit danach eine stillschweigende Verlängerung möglich ist, haben die Mitgliedstaaten die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um die Erbringung von Finanzdienstleistungen an Verbraucher, die diese nicht angefordert haben, zu untersagen, wenn mit dieser Leistungserbringung eine Aufforderung zu sofortiger oder späterer Zahlung verbunden ist (so Art. 9 FinFARL). Die Verbraucher sind bei Erbringung unaufgefordert erbrachter Leistungen von jeder Verpflichtung zu befreien, wobei das Ausbleiben einer Antwort nicht als Einwilligung gelten darf.

IV. Gerichtliche und außergerichtliche Rechtsbehelfe

1. Gerichtliche Rechtsbehelfe

Die Mitgliedstaaten haben nach Art. 13 Abs. 1 FinFARL für angemessene und wirksame Mittel zu sorgen, mit denen die Einhaltung der Richtlinie im Interesse der Verbraucher sichergestellt wird. Diese Mittel schließen Rechtsvorschriften ein, nach denen eine oder mehrere der folgenden nach den innerstaatlichen Rechtsvorschriften bestimmten Einrichtungen gemäß dem jeweiligen in-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nerstaatlichen Recht die Gerichte oder die zuständigen Verwaltungsbehörden anrufen können, um die Anwendung der innerstaatlichen Vorschriften zur Umsetzung der Richtlinie sicherzustellen:

- öffentliche Einrichtungen oder ihre Vertreter;
- Verbraucherverbände, die ein berechtigtes Interesse am Schutz der Verbraucher haben, beziehungsweise
- Berufsverbände, die ein Rechtsschutzinteresse haben.

Die Mitgliedstaaten treffen nach Art. 13 Abs. 3 FinFARL die erforderlichen Maßnahmen, damit die Betreiber und Anbieter von Fernkommunikationsmitteln (im Sinne Art. 2g FinFARL – das heißt jede natürliche oder juristische Person des öffentlichen oder privaten Rechts, deren gewerbliche oder berufliche Tätigkeit darin besteht, den Anbietern ein oder mehrere Fernkommunikationsmittel zur Verfügung zu stellen), sofern sie hierzu in der Lage sind, Praktiken einstellen, die durch eine ihnen zugestellte Entscheidung eines Gerichts, einer Verwaltungsbehörde oder einer Aufsichtsbehörde für nicht mit dieser Richtlinie vereinbar befunden worden sind.

2. Außergerichtliche Rechtsbehelfe

Die Mitgliedstaaten fördern gemäß Art. 14 Abs. 1 FinFARL die Einrichtung oder die Weiterentwicklung angemessener und wirksamer außergerichtlicher Beschwerde- und Rechtsbehelfsverfahren für die Beilegung von Verbraucherrechtsstreitigkeiten über Finanzdienstleistungen im Fernabsatz. Sie halten nach Art. 14 Abs. 2 FinFARL insbesondere die für die außergerichtliche Beilegung von Rechtsstreitigkeiten zuständigen Einrichtungen dazu an, bei der Beilegung grenzüberschreitender Rechtsstreitigkeiten über Finanzdienstleistungen im Fernabsatz zusammenzuarbeiten.

C. Der Gesetzentwurf zur Änderung der Vorschriften über Fernabsatzverträge bei Finanzdienstleistungen

Da die Bundesrepublik Deutschland ohnehin (und immer öfter) in Europa als säumiger Partner bei der Umsetzung von EG-Richtlinien bekannt ist, hat die Bundesregierung auf der Grundlage einer Beschlußfassung des Bundeskabinetts vom 28.1.2004 bereits am 30.1.2004 dem Bundesrat einen Gesetzentwurf zur Änderung der Vorschriften über Fernabsatzverträge bei Finanzdienstleistungen[28] vorgelegt, der nach einer Stellungnahme des Bundesrats vom 12.3.2004

[28] RegE, BR-Dr. 84/04.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

am 22.4.2004 dem Bundestag zugeleitet wurde.[29] Nach Art. 9 dieses Gesetzentwurfs soll das Gesetz zur Änderung der Vorschriften über Fernabsatzverträge bei Finanzdienstleistungen fristgerecht (vgl. Art. 9 Abs. 1 S. 1 FinFARL – und damit richtlinienkonform) zum 1.10.2004 in Kraft treten.

I. Finanzdienstleistungen im Fernabsatz

1. Fernabsatzverträge über Finanzdienstleistungen

§ 312b Abs. 1 S. 1 BGB-RegE stellt klar, daß „Dienstleistungen" als Gegenstand von Fernabsatzverträgen auch Finanzdienstleistungen im Sinne der Legaldefinition nach § 312b Abs. 1 S. 2 BGB-RegE sind. *Finanzdienstleistungen*, die im Fernabsatz vertrieben werden können, sind (abweichend von § 1 Abs. 1a des Gesetzes über das Kreditwesen [KWG][30]) nach § 312b Abs. 1 S. 2 BGB-RegE (der sich eng an den Wortlaut von Art. 2b FinFARL – unter B.I. – anlehnt) „Bankdienstleistungen sowie Dienstleistungen im Zusammenhang mit einer Kreditgewährung, Versicherung, Altersversorgung von Einzelpersonen, Geldanlage oder Zahlung". Damit kann ein Verbraucher zum Beispiel im Internet auch ein Sparkonto eröffnen.

Auch *Versicherungen* werden von der Legaldefinition des § 312b Abs. 1 S. 2 BGB-RegE uneingeschränkt erfaßt. Gleichwohl nimmt § 312b Abs. 3 Nr. 3 BGB-RegE „Versicherungen und deren Vermittlung" vom Anwendungsbereich der Vorschriften über Fernabsatzverträge wieder aus, da der Gesetzgeber diesen Bereich im Hinblick auf das von der FinFARL geforderte Schutzniveau im Versicherungsvertragsgesetz (VVG) einer geschlossenen (Parallel-)Regelung zu-

---

[29] RegE, BT-Dr. 15/2946. Vgl. auch die Stellungnahme des Bundesrates: BR-Dr. 84/04. Zwischenzeitlich (*September 2004*) ist der Gesetzesentwurf im Bundestag drei Mal beraten – vgl. den letzten Gesetzbeschluß des Deutschen Bundestages vom 3.9.2004 – BR-Dr. 644/04.

[30] In der Fassung vom 9.9.1998, zuletzt geändert durch Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6.6.2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekenbankgesetzes und anderer Gesetze vom 5.4.2004. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 bis 8 KWG versteht unter „Finanzdienstleistungen" die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten oder deren Vermittlung (Anlagevermittlung), die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung (Abschlußvermittlung), die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum (Finanzportfolioverwaltung), die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im Wege des Eigenhandels für andere (Eigenhandel), die Vermittlung von Einlagengeschäften mit Unternehmen mit Sitz im Gebiet des Europäischen Wirtschaftsraum (Drittstaateneinlagenvermittlung), die Besorgung von Zahlungsaufträgen (Finanztransfergeschäft), der Handel mit Sorten (Sortengeschäft) und Kreditkarten und Reiseschecks auszugeben oder zu verwalten (Kreditkartengeschäft), es sei denn, der Kartenemittent ist auch Erbringer der dem Zahlungsvorgang zugrunde liegenden Leistung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

führen will (vgl. Art. 7 des Gesetzes zur Änderung von Vorschriften über Fernabsatzverträge bei Finanzdienstleistungen). Eine gesonderte Regelung im VVG erscheint dem Gesetzgeber nämlich sachgerechter[31] (unter II.). „Versicherungs- und Versicherungsvermittlungsverträge" (als Finanzdienstleistungen) sind demnach vom Anwendungsbereich des Rechts der Fernabsatzverträge (das heißt den §§ 312b ff. BGB) ausgenommen. Bereits nach altem Recht unterfielen Darlehensvermittlungsverträge (§§ 655a ff. BGB) sowie Verbraucherdarlehensverträge (§§ 491 ff. BGB) den §§ 312b ff. BGB.

In Umsetzung von Art. 1 Abs. 2 der FinFARL (und in enger Anlehnung an den Richtlinientext) bestimmt § 312b Abs. 4 BGB-RegE, daß im Falle von Vertragsverhältnissen, die eine erstmalige Vereinbarung mit daran anschließenden aufeinander folgenden Vorgängen oder eine daran anschließende Reihe getrennter, in einem zeitlichen Zusammenhang stehender Vorgänge der gleichen Art umfassen (beispielsweise Verträge über Girokonten oder Depots, bei denen eine Vereinbarung geschlossen wird, die dann in einem zeitlichen Zusammenhang mit Einzelüberweisungsverträgen beziehungsweise Einzelanschaffungen auf das Depot „ausgefüllt" wird), die Vorschriften über Fernabsatzverträge (§§ 312b ff. BGB) nur auf die erste Vereinbarung Anwendung finden. Wenn derartige Vorgänge ohne eine solche Vereinbarung aufeinander folgen, gelten die Vorschriften über Informationspflichten des Unternehmers nur für den ersten Vorgang. Findet jedoch länger als ein Jahr kein Vorgang der gleichen Art mehr statt, so gilt der neue Vorgang als der erste Vorgang einer neuen Reihe. Die Informationspflichten und die Information das Widerrufsrecht sollen also grundsätzlich nur auf die erste Vereinbarung, nicht aber bei jedem einzelnen Überweisungsvertrag oder jeder einzelnen Anschaffung auf das Depot Anwendung finden.[32]

§ 312b Abs. 4 BGB-RegE erleichtert dem Unternehmer (im Sinne § 14 BGB) die Abwicklung erheblich. Ein besonderes Schutzbedürfnis des Verbrauchers (im Sinne § 13 BGB) ist nicht erkennbar, da Informationspflichten und Widerrufsrecht ja bei der Erstvereinbarung bestehen[33] (vgl. auch Erwägungsgrund 16 der FinFARL). Entsprechend Erwägungsgrund 17 der FinFARL gelten als „erste Dienstleistungsvereinbarung" beispielsweise eine Kontoeröffnung, der Erwerb einer Kreditkarte oder der Abschluß eines Portfolioverwaltungsvertrags. Als „Vorgänge" gelten zum Beispiel Einzahlungen auf das eigene Konto oder Abhebungen vom eignen Konto, Zahlungen per Kreditkarte oder Transaktionen im Rahmen eines Portfolioverwaltungsvertrags. Die Erweiterung einer ersten Vereinbarung um neue Komponenten, beispielsweise um die Möglichkeit, ein elektronisches Zahlungsinstrument zusammen mit dem vorhandenen Bankkonto zu benutzen, wird hingegen nicht als „Vorgang", sondern als Zusatzvertrag qua-

[31] RegE, BT-Dr. 15/2946, S. 18.
[32] RegE, BT-Dr. 15/2946, S. 19.
[33] RegE, BR-Dr. 84/04, S. 35.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lifiziert, auf den die FinFARL Anwendung findet. Zeichnungen neuer Anteile desselben Investmentfonds gelten als „aufeinenderfolgende Vorgänge der gleichen Art".

§ 312b Abs. 5 BGB-RegE übernimmt in enger Anlehnung an den Richtlinientext die Regelung von Art. 1 Abs. 2 FinFARL: Weitergehende Vorschriften zum Schutz des Verbrauchers bleiben demnach unberührt. Die Regelung steht im Einklang mit dem Erwägungsgrund 10 der FARL und erfaßt aufgrund der Schutzbedürftigkeit des Verbrauchers bei erstem Kontakt einerseits und dem Interesse des Unternehmers an einer Praktikabilität der einzelnen Ausführungsvorgänge andererseits nunmehr alle Fernabsatzverträge, losgelöst von der Frage, ob eine Finanzdienstleistung, eine sonstige Dienstleistung oder eine Ware im Fernabsatz veräußert wird.[34]

§ 312b Abs. 5 BGB-RegE rekonstruiert damit den Regelungsgehalt des § 1 Abs. 4 des alten FernAbsG vom 27.6.2000.[35] Nach der Einschränkung der Bereichsausnahme des § 312b Abs. 3 Nr. 3 BGB-RegE können künftig – beispielsweise im Bereich des Verbraucherdarlehensvertrages – neben den §§ 312b ff. BGB auch besondere Vorschriften zum Schutz des Verbrauchers zur Anwendung kommen, die keine Informationspflichten regeln. § 312b Abs. 5 BGB-RegE läßt die aufgrund des SchuldModRG entfallene Altregelung (die nach dem Neuzuschnitt des § 312b BGB infolge der Schuldrechtsreform überflüssig geworden war) wieder aufleben.

2. Die Unterrichtung des Verbrauchers bei Fernabsatzverträgen über Finanzdienstleistungen

§ 312c Abs. 1 BGB-RegE regelt – wie bisher – die Vorabinformationspflicht des Unternehmers, nunmehr aber allgemein für alle Fernabsatzverträge, womit die Vorschrift zugleich auch der Umsetzung von Art. 3 FinFARL dient: Der Unternehmer hat den Verbraucher rechtzeitig vor Abgabe von dessen Vertragserklärung (diese Regelung ist neu und entspricht Art. 3 Abs. 1 FinFARL) in einer dem eingesetzten Fernkommunikationsmittel entsprechenden Weise klar und verständlich und unter Angabe des geschäftlichen Zwecks die Informationen zur Verfügung zu stellen, für die dies in der Rechtsverordnung nach Art. 240 EGBGB (das heißt der BGB-InfoVO) bestimmt ist. Ziel ist es sicherzustellen, daß der Verbraucher die Informationen „zur Kenntnis nehmen und eine informierte Entscheidung treffen kann"[36]. Die Regelung ist jedoch nicht dahingehend mißzuverstehen, daß ein „Informationserfolg" im Sinne eines nachprüfba-

[34] RegE, BR-Dr. 84/04, S. 35.

[35] BGBl. I, S. 897.

[36] So bereits RegE zu § 2 Abs. 2 FernAbsG alt, BT-Dr. 14/2658, S. 38.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ren Erkenntnisgewinns beim Verbraucher geschuldet wird, wofür weder die FARL noch die FinFARL einen Anhaltspunkt bieten.[37]

Der Gesetzgeber präzisiert damit Fälle, in denen der Verbraucher auf die Präsentation des Unternehmers (beispielsweise im Internet oder im Fernsehen), die sich als bloße invitatio ad offerendum darstellt, mit einer Bestellung reagiert und hierdurch ein für ihn bindendes Angebot zum Vertragsabschluß abgibt. In den genannten Fällen kommt der Vertrag dann zustande, wenn der Unternehmer dieses Angebot entweder durch Erklärung oder direkt durch Warenzusendung (entsprechend § 151 BGB) annimmt. Es reicht hier nicht aus, daß der Verbraucher die bezeichneten Informationen *nach* Abgabe seines Angebots, aber vor Vertragsschluß erhält: Der Verbraucher soll vielmehr die Informationen bereits bei seiner Entscheidung über den Vertragsschluß berücksichtigen können und muß sie daher zuvor erhalten haben.[38]

Bei einem vom Unternehmer veranlaßten *Telefongespräch* hat dieser seine Identität und den geschäftlichen Zweck des Kontakts gemäß § 312c Abs. 1 S. 2 BGB-RegE bereits zu Beginn eines jeden Gesprächs ausdrücklich offen zu legen. Die Klarstellung auf allein vom Unternehmer veranlaßte Telefongespräche, die eine entsprechende Informationsverpflichtung auslösen, entspricht dem Erwägungsgrund 12 der FARL. Der Gesetzgeber hat jedoch mit dieser Regelung keinerlei Aussage über eine wettbewerbs- oder gewerberechtliche Zulässigkeit entsprechender Anrufe getroffen. Diese waren[39] und sind (auch nach der UWG-Novelle 2004 – vgl. nunmehr die ausdrückliche Regelung in § 3 in Verbindung mit § 7 Abs. 2 Nr. 2 UWG neu) wettbewerbsrechtlich unzulässig.

§ 312c Abs. 2 Nr. 1 BGB-RegE verpflichtet den Unternehmer, den Verbraucher nach Maßgabe der BGB-InfoVO in dem dort bestimmten Umfang und der dort bestimmten Art und Weise in Textform (§ 126b BGB) entsprechend Art. 5 Abs. 1 FinFARL über die Vertragsbestimmungen (einschließlich der AGB im Sinne §§ 305 ff. BGB[40] und der in der BGB-InfoVO bestimmten Informationen,

---

[37] RegE, BT-Dr. 15/2946, S. 20.

[38] RegE, BR-Dr. 84/04, S. 37.

[39] Eine unaufgeforderte Telefonwerbung („cold calling") ist nach ständiger Judikatur wettbewerbswidrig (Verstoß gegen die „guten Sitten" im Wettbewerb im Sinne § 1 UWG alt): vgl. BGHZ 54, 188 – Telefonwerbung I; BGH GRUR 1989, 753 – Telefonwerbung II; BGH GRUR 1990, 280 – Telefonwerbung III; BGHZ 113, 282 – Telefonwerbung IV; BGH GRUR 1995, 220 – Telefonwerbung V – und zwar unabhängig davon, ob sie im privaten oder geschäftlichen Verkehr erfolgt, es sei denn, der Angerufene hat dem Anrufer zuvor ausdrücklich oder stillschweigend seine Zustimmung zu dieser Werbeform erteilt, wobei allerdings unterschiedliche Anforderungen an die Zustimmung zu stellen sind, je nach dem, ob es sich um Anrufe im Privatbereich oder im geschäftlichen Bereich handelt: BGH NJW 1999, 1864; 1981, 2087.

[40] AGB gehören zwar ohne weiteres zu den „Vertragsbestimmungen" im Sinne Art. 5 Abs. 1 FinFARL – dem Gesetzgeber schien jedoch eine gesonderte Mitteilungspflicht neben den Einbeziehungserfordernissen des § 305 Abs. 2 BGB notwendig, da für die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

letztere in dem dort bestimmten Umfang und der dort bestimmten Art und Weise) zu informieren – und zwar bei Finanzdienstleistungen rechtzeitig vor Abgabe der Vertragserklärung des Verbrauchers oder, wenn auf Verlangen des Verbrauchers der Vertrag telefonisch oder unter Verwendung eines anderen Telekommunikationsmittels geschlossen wird, das die Mitteilung in Textform vor Vertragsschluß nicht gestattet, unverzüglich nach Abschluß des Fernabsatzvertrags.

Inhalt der Mitteilungspflicht sind die Vertragsbestimmungen einschließlich der AGB sowie die in der BGB-InfoVO bestimmten Informationen. Die Notwendigkeit der Mitteilung der Vertragsbestimmungen resultiert aus Art. 5 Abs. 1 FinFARL. Die Neuregelung unterscheidet sich vom früheren Recht im Hinblick auf den Zeitpunkt, zu dem der Unternehmer grundsätzlich verpflichtet ist, die Mitteilung in Textform (§ 126b BGB) zur Verfügung zu stellen.[41] Diese Verpflichtung trifft den Unternehmer nunmehr im Grundsatz vor Abgabe der Vertragserklärung durch den Verbraucher.

§ 312c Abs. 3 BGB-RegE bestimmt in (wesentlich wörtlicher) Umsetzung von Art. 5 Abs. 3 S 1 FinFARL, daß bei Finanzdienstleistungen (nicht jedoch bei allen Fernabsatzverträgen, da dies – ohne Not – zu einer Belastung der Anbieter im Fernabsatz führen würde) der Verbraucher während der Laufzeit des Vertrags jederzeit vom Unternehmer verlangen kann, daß ihm dieser die Vertragsbestimmungen einschließlich der AGB in einer Urkunde im Sinne § 126 BGB (das heißt in Papierform) zur Verfügung stellt. Die FinFARL setzt keine Unterzeichnung voraus. Damit brauchte auch das Unterschriftserfordernis (das für die Schriftform nach § 126 BGB neben der Urkunde Voraussetzung ist) nicht übernommen zu werden.

Vor Vertragsabschluß sind dem Verbraucher also durch den Anbieter umfassende Informationen nach Maßgabe von § 312c Abs. 1 und 2 Nr. 1 BGB-RegE in Verbindung mit § 1 Abs. 2 Nr. 1 bis 8 und Abs. 4 Nr. 2 BGB-InfoVO-RegE zu Ansprechpartnern, Produkt und Vertragsmodalitäten in Textform (das heißt in Papierform oder per E-Mail) zur Verfügung zu stellen. Die allgemeinen Geschäftsanforderungen (zum Beispiel eine Identifikation bei Kontoeröffnung nach Maßgabe des GeldwäscheG)[42] sollen unabhängig davon weiter gelten.

Einbeziehung nicht zwingend eine Mitteilung in Textform nach § 126b BGB erforderlich ist: RegE, BT-Dr. 15/2946, S. 21.

[41] RegE, BT-Dr. 15/2946, S. 21.

[42] Gesetz über das Aufspüren von Gewinnen aus schweren Straftaten (GeldwäscheG) vom 25.10.1993, zuletzt geändert am 4.5.1998 (BGBl. I, 845).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

3. Das Widerrufsrecht bei Fernabsatzverträgen über Finanzdienstleistungen

Dem Verbraucher wird in § 312d BGB ein Widerrufsrecht eingeräumt, das innerhalb von zwei Wochen ausgeübt werden kann. Fehlt es hingegen an einer ordnungsgemäßen Information, besteht das Widerrufsrecht unbegrenzt fort. Nach einem fristgerechten Widerruf erfolgt die Rückabwicklung des Vertrags durch Rückgewähr gegebenenfalls schon auf das Konto einbezahlter Beträge. Umgekehrt ist auch der Verbraucher verpflichtet, zum Beispiel einen ihm gewährten Kreditbetrag zurückzuzahlen – einschließlich zwischenzeitlich angefallener Zinsen jedoch nur dann, wenn er bei Vertragsschluß darauf hingewiesen worden ist.

Das Widerrufsrecht erlischt zudem nach § 312d Abs. 3 Nr. 1 BGB-RegE bei einer Finanzdienstleistung, wenn der Vertrag von beiden Seiten auf ausdrücklichen Wunsch des Verbrauchers vollständig erfüllt ist, bevor der Verbraucher sein Widerrufsrecht ausgeübt hat.

Der Verbraucher soll aber kein Widerrufsrecht haben, wenn er zum Beispiel Aktien oder andere handelbare Wertpapiere per Telefon oder im Internet gekauft hat, da deren Preis auf dem Finanzmarkt Schwankungen innerhalb der Widerrufsfrist unterliegt (so § 312d Abs. 4 Nr. 6 BGB-RegE, der ein Widerrufsrecht – sofern nicht ein anderes bestimmt ist – für die Erbringung von Finanzdienstleistungen ausschließt, deren Preis auf dem Finanzmarkt Schwankungen unterliegt, auf die der Unternehmer keinen Einfluß hat und die innerhalb der Widerrufsfrist auftreten können, insbesondere Dienstleistungen, im Zusammenhang mit Aktien, Anteilsscheinen, die von einer Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden, und anderen handelbaren Wertpapieren, Devisen, Derivaten oder Geldmarktinstrumenten). Sinn und Zweck des Widerrufsrechts ist nämlich der Schutz des Verbrauchers vor Übereilung. Dem Verbraucher soll aber durch das Widerrufsrecht keine Spekulationsmöglichkeit eröffnet werden.

4. Das Schlichtungsstellenverfahren

Bei Streitigkeiten aus entsprechenden Geschäften soll der Verbraucher eine bei der Deutschen Bundesbank einzurichtende Schlichtungsstelle anrufen können (§ 14 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 UklaG-RegE in Verbindung mit der zu ändernden Schlichtungsstellenverfahrensordnung). Bei der Schlichtung sollen auch die Verbände des Kreditgewerbes einbezogen werden, die bisher schon bei der Schlichtung von Streitigkeiten aus Überweisungen beteiligt sind. Damit erfolgt eine Ausweitung des aus dem Überweisungsrechts bekannten und bewährten Streitschlichtungsmodells auf den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

II. Versicherungsleistungen im Fernabsatz

Der Vertrieb von Versicherungen gestaltete sich bisher ohne die Vorgaben von Informationspflichten und eines entsprechenden Widerrufsrechts. Der Gesetzgeber hat darauf verzichtet, Versicherungsleistungen im Fernabsatz durch eine Verweisregelung auf die §§ 312b ff. BGB zu normieren. Vielmehr soll die Materie eigenständig und abgeschlossen im Versicherungsvertragsgesetz (VVG) eine eigenständige (wenngleich auch an das BGB angelehnte) Regelung erfahren. Diese Differenzierung zwischen einer Regelung klassischer Finanzdienstleistungen im BGB und Versicherungsleistungen im VVG wird vom Gesetzgeber[43] damit begründet, daß das VVG dadurch aus sich heraus verständlich bleibe, wodurch der Benutzer davon entlastet werde, weitere Gesetzestexte heranziehen zu müssen, um den Regelungsgehalt zu erfassen. Wegen der Regelungsmaterie – (überwiegend) verbraucherschützende, für den Bereich des Versicherungsrechts die Versicherungsnehmer schützende Regelungen – entspreche diese Vorgehensweise auch dem Richtlinienziel, die Umsetzung für den geschützten Personenkreis möglichst einfach und nachvollziehbar zu gestalten. Das Procedere widerspricht allerdings, um es schon vorweg zu sagen, den eigenen Zielsetzungen des Gesetzgebers im Kontext mit der gerade einmal drei Jahre zurückliegenden Schuldrechtsreform 2002, mithin dem größten Reformvorhaben, das das BGB in seiner mehr als 100 Jahre alten Geschichte erlebt hat (dazu noch unter D.II.).

Durch eine Änderung des VVG (das mit den §§ 48a bis 48e RegE einen fünften Titel „Fernabsatzverträge" erhält) infolge Art. 6 des Gesetzes zur Änderung der Vorschriften über Fernabsatzverträge bei Finanzdienstleistungen sollen auch Versicherungsverträge, unter Beachtung entsprechender Informationspflichten nach Maßgabe einer „Anlage zu § 48b – Informationspflichten bei Fernabsatzverträgen" im Fernabsatz abgeschlossen werden können.

Der fünfte Titel „Fernabsatzverträge" findet gemäß § 48a VVG-RegE auf Fernabsatzverträge über Versicherungen (mithin auf Versicherungsverträge, die unter ausschließlicher Verwendung von Fernkommunikationsmitteln im Sinne § 312b Abs. 2 BGB) Anwendung, es sei denn, daß der Vertragsschluß nicht im Rahmen eines für den Fernabsatz organisierten Vertriebs- und Dienstleistungssystems erfolgt. Die entsprechenden Regelungen sind auf natürliche Personen anzuwenden, die den Versicherungsvertrag zu einem Zweck abschließen, der weder ihrer gewerblichen noch ihrer selbständigen Tätigkeit zugerechnet werden kann. § 48b VVG-RegE normiert in Anlehnung an § 312c BGB (vgl. C.I.2. – und in Umsetzung der Art. 3 bis 5 FinFARL) die Unterrichtung des Versicherungsnehmers und in § 48c VVG-RegE dessen Widerrufsrecht. Von den Vorschriften des fünften Titels darf (entsprechend § 312e BGB und Art. 12 Fin-

[43] RegE, BT-Dr. 15/2946, S. 29.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

FARL), soweit nicht ein anderes bestimmt ist, nicht zum Nachteil des Versicherungsnehmers abgewichen werden. Zudem finden die entsprechenden Vorschriften (soweit nicht ein anderes bestimmt ist) auch Anwendung, wenn sie durch anderweitige Gestaltungen umgangen werden. § 48e VVG-RegE regelt die Einrichtung einer Schlichtungsstelle bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) zwecks Beilegung von Verbraucherstreitigkeiten bei Fernabsatzverträgen über Versicherungen.

Der Versicherungsnehmer kann in Zukunft bei unvollständiger oder fehlerhafter Information den Vertrag auch nach Ablauf der Zwei-Wochen-Frist widerrufen, wenn er noch keine Versicherungsleistungen in Anspruch genommen hat. Dann sind ihm die für das erste Jahr gezahlten Prämien und die auf die Zeit nach dem Widerruf entfallenden Prämien zurückzuerstatten.

D. Bewertung

I. Das Positivum der Integration in systematisch richtigem Zusammenhang

Die Neuregelung des Fernabsatzes für Finanzdienstleistungen im Untertitel 2 „Besondere Vertriebsformen" des Titels 1 (Begründung, Inhalt und Beendigung) im Abschnitt 3 (Schuldverhältnisse aus Verträgen) des zweiten Buchs (Recht der Schuldverhältnisse) des BGB durch eine Neufassung der §§ 312b ff. BGB überzeugt – mit Ausnahme der Nichtintegration des Rechts der Versicherungsverträge im Fernabsatz.

Die Integration in den §§ 312b ff. BGB erleichtert die praktische Arbeit des Rechtsanwenders, da er eine neu zu fassende Regelungsmaterie am sachlich zutreffenden Ort im Kontext mit bereits existierenden Parallelregelungen findet. Die Systematik wird jedoch auch hier – analog zum Verfahren im Rahmen der Schuldrechtsreform 2002 – nicht konsequent durchgehalten (vgl. die Desintegration infolge der BGB-InfoVO – insbesondere § 1 Abs. 2 Nr. 1 bis 8 und Abs. 4 Nr. 2 hinsichtlich Fernabsatzverträgen über Finanzdienstleistungen), ganz zu Schweigen vom „Sündenfall" der Desintegration im Versicherungsbereich (unter D.II.). Der Gesetzgeber geht auch fehl, wenn er Glauben macht, der Rechtsanwender finde nunmehr die Regelungen zum Vertragsschluß (wie Informationspflichten und Widerrufsrecht) dort, wo er sie – zu recht – vermuten darf: im BGB. Das BGB ist umfänglich. Warum sollte der Rechtsanwender „Regelungen zum Vertragsschluß", wie die Informationspflichten, unbedingt im allgemeinen Schuldrecht vermuten?[44]

[44] *Ring*, Anwaltskommentar Schuldrecht, Vorbem. zu §§ 312 ff. BGB. Rn. 2.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die (somit) nur partiell erfolgte Integration soll (prophylaktisch) früheren Ansätzen einer „organisatorischen Desintegration" (die allerdings im VVG doch erfolgt) infolge einer Ausbildung dogmatischer Reservate in Sondergebieten (nun erfolgt zwar im VVG zwar kein Reservat, wohl aber eine – überflüssige – Parallelregelung) mit korrespondierenden Separatansätzen und eigenwilligen Begriffsbildungen sowie einem entsprechenden Verständnis begegnen. Damit können grundsätzlich Wertungswidersprüche zwischen BGB und Sondergesetzen vermieten werden. Dieser Systematisierungsprozeß wurde bereits mit Erlaß des Fernabsatzgesetzes alt eingeleitet[45].

Die Integration der Regelung über Finanzdienstleistungen im Fernabsatz in den §§ 312b ff. BGB stellt weiterhin klar, daß besondere Vertriebsformen auf alle Schuldverhältnisse, die außerhalb stationärer Geschäftsräume angebahnt und abgeschlossen werden, ausstrahlen. Auch Querverbindungen zwischen den Anwendungsbereichen – beispielsweise Fernabsatzverträge über Finanzdienstleistungen im elektronischen Geschäftsverkehr – sind möglich.

Auch bei Finanzdienstleistungen im Fernabsatz ist kennzeichnendes Merkmal die *Schutzbedürftigkeit des Kunden* (das heißt regelmäßig ein Verbraucher im Sinne § 13 BGB, im Falle eines Vertrages im elektronischen Geschäftsverkehr nach § 312e BGB auch ein Unternehmer im Sinne § 14 BGB) aufgrund der besonderen Umstände des Zustandekommens des Finanzdienstleistungsvertrags (im Fernabsatz, insbesondere im Internet).[46] Dem Schutzbedürfnis des Kunden (Verbrauchers) wird dadurch Rechnung getragen, daß § 312c BGB (und § 312e BGB im Zusammenhang mit Vertragsabschlüssen im elektronischen Geschäftsverkehr) in Verbindung mit der BGB-InfVO einerseits Informationspflichten statuieren und dem Kunden andererseits nach § 312d BGB (allein im Fernabsatz) ein Widerrufsrecht eingeräumt wird (und zwar unabhängig davon, ob der Kunde tatsächlich der wirtschaftlich Schwächere beziehungsweise der intellektuell Unterlegene ist, mithin gegebenenfalls des Schutzes gar nicht bedarf).[47]

II. Der „Sündenfall" einer Desintegration des Versicherungsvertrags im Fernabsatz

Die eigenständige Regelung des Versicherungsvertrags im Fernabsatz (die sich weitgehend an die BGB-Regelung über den Fernabsatz anlehnt) im VVG ist kritisch zu bewerten: Mit dem Schuldrechtsmodernisierungsgesetz 2002 hat der Gesetzgeber durch die Integration der besonderen Vertriebsformen in den

[45] Dazu *Ring*, Fernabsatzgesetz I (Einleitung), Rn. 30.

[46] *Ring*, Anwaltskommentar Schuldrecht, Vorbem. zu §§ 312 ff. BGB, Rn. 2.

[47] *Palandt/Heinrichs*, Vor §§ 312 ff. BGB, Rn. 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

§§ 312 ff. BGB prophylaktisch versucht, früheren Ansätzen einer „organisatorischen Desintegration" infolge einer Ausbildung dogmatischer Reservate in Sondergesetzen mit korrespondierenden Separatlösungsansätzen und eigenwilligen Begriffsbildungen sowie einem entsprechenden Verständnis zu begegnen, um Wertungswidersprüche zwischen BGB und Sondergesetzen zu vermeiden[48] (bereits unter D.I.). Dieser Ansatz wird zumindest teilweise durch die „Auslagerung" der Regelungsmaterie „Versicherungsverträge im Fernabsatz" konterkariert. Systematisch wie dogmatisch geht es um Fernabsatzrecht. Daß dies noch nicht einmal eine kritische Reflektion im RegE erfährt,[49] beweist nur die kurze Halbwertszeit von „Jahrhundertprojekten", mit der die Schuldrechtsreform (jedenfalls in ihrer Diskussionsphase) ihrem Anspruch nach rechtspolitisch auf den Weg gebracht worden war.

Literaturverzeichnis

Arndt, H.-W. / *Köhler,* M. (2001): Elektronischer Handel nach der E-Commerce Richtlinie. „Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht", S. 102 ff.

Arnold, D. (1997): Verbraucherschutz im Internet – Anforderungen an die Umsetzung der Fernabsatzrichtlinie. „Computer und Recht", S. 526-532.

Artz, M. (1999): Hürden auf dem Weg zu einem Fernabsatzgesetz. „Verbraucher und Recht", S. 393-397.

– (1999a): Wirklich kein Umsetzungsbedarf bei Art. 7 Abs. 1 der Fernabsatzrichtlinie? „Verbraucher und Recht", S. 249 ff.

Baum, M. / *Trafkowski,* A. (2001): Anwaltstätigkeit und Fernabsatzgesetz. „Computer und Recht", S. 459-463.

Bender, G. / *Sommer,* C. (2000): E-Commerce-Richtlinie: Auswirkungen auf den elektronischen Geschäftsverkehr in Deutschland. „Recht der internationalen Wirtschaft", S. 260-264.

Bernsdorff, Graf von, N. (2000): Ausgewählte Rechtsprobleme im Electronic Commerce. „Recht der internationalen Wirtschaft", S. 14 ff.

Bermanseder, M. (1998): Verbraucherschutz beim Teleshopping, Anmerkungen zur Rechtslage bis zur Umsetzung der EU-Fernabsatzrichtlinie. „MultiMedia und Recht", S. 342 ff.

Bleiweiß, C. (2000): Rechtliche Aspekte des „Electronic Commerce". „Juristische Arbeitsblätter", S. 506 ff.

Börner, F. / *Rath,* M. / *Sengpiel,* M. (2001): Fernabsatzrecht. Köln.

Bodewig, T. (1997): Die neue Europäische Richtlinie zum Fernabsatz. „Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht", S. 447-455.

[48] AnwaltKommentar BGB/*Ring*, vor §§ 312 ff., Rn. 2.

[49] Vgl. dort S. 61 ff. zu Art. 6 (Änderung des VVG).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Buchner, B. (2000): E-Commerce und effektiver Rechtsschutz – oder: Wer folgt wem wohin? „Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht", S. 147-156.

Bülow, P. (1998): Fernabsatzrichtlinie und Verbraucherkreditgesetz. „Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht", S. 89-94.

– (1999): Unsinniges im Fernabsatz. „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis", S. 1293-1296.

Bülow, P. / *Artz,* M. (2000): Fernabsatzverträge und Strukturen eines Verbraucherprivatrechts im BGB. „Neue Juristische Wochenschrift", S. 2049-2056.

Bürger, M. (2002): Das Fernabsatzrecht und seine Anwendbarkeit auf Rechtsanwälte. „Neue Juristische Wochenschrift", S. 465-470.

Eckert, H.-W. (1994): Teleshopping – Vertragsrechtliche Aspekte eines neuen Marketingkonzepts. „Der Betrieb", S. 717-723.

Flume, W. (2000): Vom Beruf unserer Zeit für Gesetzgebung. „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis", S. 1427-1430.

Fuchs, A. (2000): Das Fernabsatzgesetz im neuen System des Verbraucherschutzrechtes. „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis", S. 1273-1287.

Gaertner, R. / *Gierschmann,* S. (2000): Das neue Fernabsatzgesetz. „Der Betrieb", S. 1601-1606.

Gierschmann, S. (2000): Die E-Commerce-Richtlinie. „Der Betrieb", S. 1315-1319.

Gößmann, W. (1998): Electronic Commerce – Die EU-Fernabsatzrichtlinie und ihre Auswirkungen auf den Handel über neue Medien. „MultiMedia und Recht", S. 88 ff.

Gorris, A. / *Schmittmann,* J. (2001): Umsatzsteuerrechtliche Auswirkungen des Fernabsatzgesetzes. „Der Betriebs-Berater", S. 2345-2351.

Grigoleit, H. C. (2001): Rechtsfolgespezifische Analyse „besonderer" Informationspflichten am Beispiel der Rechtsformpläne für den E-Commerce. „Wertpapier-Mitteilungen", S. 597-604.

– (2002): Besondere Vertriebsformen im BGB. „Neue Juristische Wochenschrift", S. 1151-1158.

Härting, N. (1999): Referentenentwurf für neues Fernabsatzgesetz. „Computer und Recht", S. 507-512.

– (2000): Erstkontakt mit dem Verbraucher nach dem Fernabsatzgesetz. „Der Betrieb", S. 2312-2314.

– (2001): Umsetzung der E-Commerce-Richtlinie. „Der Betrieb", S. 80-82.

– (2001a): Das Widerrufsrecht des Verbrauchers nach § 3 FernAbsG. „Verbraucher und Recht", S. 11 ff.

– (2002): Fernabsatz-Änderungen durch das Schuldrechtsmodernisierungsgesetz. „Monatsschrift für Deutsches Recht", S. 61-66.

– (2003): Informationspflichten der Anbieter von Mehrwertdiensten. „Computer und Recht", S. 204-209.

Härting, N. / *Schirmbacher,* M. (2000): Fernabsatzgesetz – ein Überblick über den Anwendungsbereich, die Systematik und die wichtigsten Regelungen. „Monatsschrift für Deutsches Recht", S. 917-922.

– (2003): Fernbetrieb von Finanzdienstleistungen an Verbraucher – Umsetzung der Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen. „Der Betrieb", S. 1777-1782.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Heckmann, D. (2000): E-Commerce: Flucht in den virtuellen Raum? „Neue Juristische Wochenschrift", S. 1370-1375.

Hensen, H.-D. (2000): Das Fernabsatzgesetz oder: Man könnte heulen. „Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis", S. 1151-1152.

Herbert, M. (2003): Verbraucherschutz. „Juristische Arbeitsblätter", S. 737-739.

Hoeren, T. (1999): Vorschlag für eine EU-Richtlinie über E-Commerce. „MultiMedia und Recht", S. 192-199.

Hoffmann, U. / *Höpfner,* J. (2003): Verbraucherschutz bei Internetauktionen. „Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht", S. 107-114.

Holznagel, B / *Holznagel,* I. (1999): Zukunft der Haftungsregeln für Internet-Provider. „Kommunikation und Recht", S. 103-106.

Hoppmann, C. (1999): Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen. „Versicherungsrecht", S. 673-682.

Kamanabrou, S. (2000): Die Umsetzung der Fernabsatzrichtlinie. „Wertpapier-Mitteilungen", S. 1417-1426.

Kronke, H. (1996): Electronic Commerce und Europäisches Verbrauchervertrags-IPR – zur Umsetzung der Fernabsatzrichtlinie. „Recht der Internationalen Wirtschaft", S. 965-993.

Leible, S. / *Sosnitza,* O. (1998): Telefonwerbung und Fernabsatzrichtlinie. „Kommunikation und Recht", S. 283-292.

Leverenz, K. (2003): Auswirkungen des § 312e BGB auf das Versicherungsgeschäft im Internet. „Versicherungsrecht", S. 698-707.

Lorenz, S. (2000): Im BGB viel Neues: Die Umsetzung der Fernabsatzrichtlinie. „Juristische Schulung", S. 833-843.

Mankowski, P. (2001): Fernabsatzrecht – Information über das Widerrufsrecht und Widerrufsbelehrung bei Internetauftritten. „Computer und Recht", S. 767-775.

Martinek, M. (1998): Verbraucherschutz im Fernabsatz – Lesehilfe mit Merkpunkten zur neuen EU-Richtlinie. „Neue Juristische Wochenschrift", S. 207-208.

Meder, S. (2000): Die Haftung im beleglosen Fernabsatzkreditkartengeschäft. „Neue Juristische Wochenschrift", S. 2076-2078.

Meentz, J. G. (2000): Ausgewählte Probleme des Fernabsatzgesetzes bei Rechtsgeschäften im Internet. „Computer und Recht", S. 610 ff.

Meub, M. (2002): Fernabsatz und E-Commerce nach neuem Recht. „Der Betrieb", S. 359-363.

Micklitz, H.-W. (1993): Der Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über den Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz. „Verbraucher und Recht", S. 129-139.

– (2001): Fernabsatzgesetz und E-Commerce im Schuldrechtsmodernisierungsgesetz. „Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht", S. 133-143.

Micklitz, H.-W. / *Reich,* N. (1998): Die Fernabsatzrichtlinie im deutschen Recht. Baden-Baden.

– (1999): Umsetzung der EG-Fernabsatzrichtlinie. „Der Betriebs-Berater", S. 2093-2100.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Miedbrodt, A. / *Mayer,* P. (2001): E-Commerce – Digitale Signaturen in der Praxis. „Monatsschrift für Deutsches Recht", S. 432-436.

Möllers, T. (2002): Europäische Richtlinien im Bürgerlichen Recht. „Juristenzeitung", S. 121-134.

Neises, R. (2000): Konsequenzen für Immobilienmakler aus dem Fernabsatzgesetz. „Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht", S. 889-894.

Ott, S. (2003): Informationspflichten im Internet und ihre Erfüllung durch das Setzen von Hyperlinks. „Wettbewerb in Recht und Praxis", S. 945-955.

Palandt, O. / *Heinrichs,* H. (2004): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. 63. Aufl., München.

Peukert, A. (2002): Ratenlieferungsverträge im Fernabsatz. „Verbraucher und Recht", S. 347-353.

Piepenbrock, H.-J. / *Schmitz,* P. (2000): Fernabsatzgesetz: neuer Rechtrahmen für E-Commerce. „Kommunikation und Recht", S. 378-386.

Ramming, K. (2003): Vermittlung von Reiseleistung im Internet und Verbraucher-Widerrufsrecht. „Zeitschrift für das gesamte Schuldrecht", S. 60-64.

Reich, N. (1997): Die neue Richtlinie 97/7/EG über den Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz. „Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht", S. 581-589.

Riehm, T. (2000): Das Gesetz über Fernabsatzverträge und andere Fragen des Verbraucherrechts. „Jura", S. 505-513.

Riesenhuber, K. (1999): Fernabsatz von Finanzdienstleistungen im europäischen Schuldvertragsrecht. „Wertpapier-Mitteilungen", S. 1441 ff.

Ring, G. (2003): Anwaltskommentar Schuldrecht, Vorbemerkungen zu §§ 312 ff. BGB. Hrsg. v. B. Dauner-Lieb / Th. Heidel / G. Ring. Bonn.

– (2000): Fernabsatzgesetz, Kommentar. Bonn.

Roth, H. (2001): Europäischer Verbraucherschutz und BGB. „Juristenzeitung", S. 475 ff.

– (2000): Das Fernabsatzgesetz. „Juristenzeitung", S. 1013-1019.

Rott, P. (2001): Widerruf und Rückabwicklung nach der Umsetzung der Fernabsatzrichtlinie und dem Entwurf eines Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes. „Verbraucher und Recht", S. 78-87.

Schmidt-Räntsch, J. (2000): Das Gesetz über Fernabsatzverträge und andere Fragen des Verbraucherrechts. „Deutsche Richterzeitung", S. 434-436.

– (2000a): Zum Gesetz für Fernabsatzverträge und andere Fragen des Verbraucherrechts sowie zur Umstellung von Vorschriften auf den Euro. „Verbraucher und Recht", S. 427-435.

Schmittmann, J. (2000): EU-Fernabsatzrichtlinie steht dem Verbot der unaufgeforderten Telefonwerbung nicht entgegen. „Der Betriebs-Berater", S. 1540 ff.

– (2003): Aktuelle Entwicklung des Fernabsatzrechts. „Kommunikation und Recht", S. 385 ff.

Schulte-Nölke, H. (1998): Auswirkungen der Fernabsatz Richtlinie. „Neue Juristische Wochenschrift", S. 210-211.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Spindler, G. (2001): Der Entwurf zur Umsetzung der E-Commerce-Richtlinie. „Zeitschrift für Rechtspolitik", S. 203 ff.

– (2001a): Internet, Kapitalmarkt und Kollisionsrecht unter besonderer Berücksichtigung der E-Commerce-Richtlinie. „Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht", S. 324 ff.

– (2001b): Internationale Kapitalmarktangebote und Dienstleistungen im Internet – Öffentlich-rechtliche Regulierung und Kollisionsrecht unter besonderer Berücksichtigung der E-Commerce-Richtlinie. „Wertpapier-Mitteilungen", S. 1689-1701.

– (2001c): Der Entwurf zur Umsetzung der E-Commerce-Richtlinie. „Zeitschrift für Rechtspolitik", S. 203 ff.

– (2003): Schuldrechtreform und elektronischer Geschäftsverkehr. In: Das neue Schuldrecht in der Praxis. Hrsg. v. Dauner-Lieb u. a. Köln u. a., S. 459 ff.

Tonner, K. (2000): Das neue Fernabsatzgesetz – oder: System statt Flickenteppich. „Der Betriebs-Berater", S. 1413-1420.

Waldenberger, A. (1999): Electronic Commerce: Der Richtlinienvorschlag der EU-Kommission. „Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht", S. 296-303.

Wegner, H. (2000): Das Fernabsatzgesetz und andere neue Verbraucherschutzvorschriften. „Neue Juristische Wochenschrift", S. 407-410.

Wendehorst, C. (2000): Das neue Gesetz über Fernabsatzverträge und andere Fragen des Verbraucherrechts. „Deutsches Steuerrecht", S. 1311-1318.

Willingmann, A. (1998): Auf dem Weg zu einem einheitlichen Vertriebsrecht für Waren und Dienstleistungen in der Europäischen Union. „Verbraucher und Recht", S. 395-402.

Ziem, C. (2000): Spamming – Zulässigkeit nach §1 UWG, Fernabsatzrichtlinie und E-Commerce-Richtlinienentwurf. „MultiMedia und Recht", S. 129-135.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Diskussion der Fair Value-Bewertung nach IAS/IFRS und ihre Bedeutung für die Unternehmenspolitik von Finanzdienstleistungsunternehmen

Von Silvia Rogler

A. Einleitung

Alle kapitalmarktorientierten Unternehmen müssen ab 1.1.2005 beziehungsweise, wenn sie bislang die US-GAAP anwenden, spätestens ab 1.1.2007 verpflichtend ihren Konzernabschluß nach den internationalen Rechnungslegungsstandards aufstellen, die von der EU übernommen wurden.[1] Unternehmen, die nicht unter diese Regelung fallen, können freiwillig die IAS/IFRS verwenden.[2] Bereits heute können Mutterunternehmen, die einen organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG in Anspruch nehmen, den Konzernabschluß nach internationalen Regeln aufstellen, sofern dieser im Einklang mit der Richtlinie 83/349 EWG sowie gegebenenfalls den für Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen relevanten Richtlinien steht (§ 292 a HGB).

Für den Einzelabschluß gilt zwar grundsätzlich weiterhin das HGB,[3] dieses wird aber zunehmend durch internationale Bilanzierungsvorschriften beeinflußt. Aktuell muß die Richtlinie 2001/65/EG, in der für Finanzinstrumente eine Fair Value-Bewertung vorgesehen ist, und die Richtlinie 2003/51/EG, in der auch für andere Vermögensgegenstände und Schulden die Fair Value-Bewertung ermöglicht wird, umgesetzt werden. Die Umsetzung ist in Deutschland im Rahmen des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes geplant.[4]

Aufgrund des Wechsels von der HGB- zur IAS/IFRS-Bilanzierung stellt sich die Frage, welche Änderungen sich für die Unternehmen im allgemeinen und für Finanzdienstleistungsunternehmen im speziellen ergeben. Dies soll im folgenden anhand der Fair Value-Bewertung diskutiert werden, da diese für alle

---

[1] Art. 4 und 9 EG-Verordnung Nr. 1606/2002; § 315a Abs. 2 HGB-BilReG-RefE bzw. Art. 56 EGHGB-BilReG-RefE.

[2] Art. 5 EG-Verordnung Nr. 1606/2002; § 315a Abs. 2 HGB-BilReG-RefE.

[3] Die Umsetzung des entsprechenden Mitgliedsstaatenwahlrechts ist in Deutschland nicht geplant. Vgl. Begründungen zum Referentenentwurf des BilReG, S. 8.

[4] Vgl. Begründungen zum Referentenentwurf des BilReG, S. 10 und S. 12.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Finanzdienstleistungsunternehmen relevant ist, unabhängig davon, ob sie nur einen Einzelabschluß oder auch einen Konzernabschluß aufstellen. Hinzu kommt, daß die Vermögensgegenstände, für die eine entsprechende Bewertung vorgesehen ist, einen Großteil der Bilanzsumme dieser Unternehmen ausmachen. Dies gilt verstärkt, wenn die Fair Value-Bewertung, wie im Discussion Paper „Accounting for Financial Assets and Financial Liabilities" vorgeschlagen,[5] auf alle Forderungen und Verbindlichkeiten ausgedehnt wird. Dieser Vorschlag wurde zwar in der Neufassung der Standards IAS 32 und 39 nicht verwirklicht, die Möglichkeiten der Fair Value-Bewertung wurden aber gegenüber den bisherigen Regelungen erweitert.[6] Auch wenn die IAS 32 und 39 noch von der EU anerkannt werden müssen, sollen sie hier zugrundegelegt werden, da eine Übernahme wahrscheinlich ist.[7]

Im folgenden *zweiten Teil* wird zunächst die Zulässigkeit des Fair Value als Wertmaßstab im Konzernabschluß erläutert. Anschließend wird genauer erörtert, was unter dem Fair Value zu verstehen ist und wie er bestimmt werden kann. Im *dritten Teil* werden ausgewählte Fragen im Zusammenhang mit der Fair Value-Bewertung von Vermögensgegenständen diskutiert, insbesondere wie die mit der Fair Value-Bewertung verbundenen Wertänderungen grundsätzlich ausgewiesen werden können, wie diese Möglichkeiten zu beurteilen sind und welcher Ausweis gemäß IAS/IFRS vorgeschrieben ist. Anschließend werden Argumente für und gegen eine Fair Value-Bewertung gegeneinander abgewogen. Der *vierte Teil* befaßt sich mit der Fair Value-Bewertung von Schulden. Neben der Frage nach dem Ausweis der Wertänderungen, wird hier noch das Problem erörtert, ob Bonitätsveränderungen des betrachteten Unternehmens in die Bestimmung des Fair Value einfließen sollten. Im *fünften Teil* wird analysiert, welche Bedeutung die Fair Value-Bewertung für die Unternehmenspolitik von Finanzdienstleistungsunternehmen, insbesondere von Kreditinstituten, hat. Vergleichbares gilt auch für andere Finanzdienstleistungsunternehmen, zum Beispiel Versicherungsgesellschaften.[8]

---

[5] Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (1997), S. 425 ff.

[6] Die überarbeitete Fassung von IAS 39 wurde am 17.12.2003 und 31.3.2004 veröffentlicht. Die Vorschriften gelten ab 1.1.2005.

[7] Gemäß Vorbemerkung Punkt (4) der EG-Verordnung Nr. 1725/2003 wurden sie nicht übernommen, da im Rahmen der Überarbeitung zu große Änderungen zu erwarten waren und diese gleich berücksichtigt werden sollten.

[8] Vgl. hierzu *Degenhardt* (2003), S. 190 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

B. Grundlagen

I. Zulässigkeit der Fair Value-Bewertung

Auch nach IAS/IFRS stellen die Anschaffungskosten den am häufigsten verwendeten Bewertungsmaßstab dar (IAS Framework 101). Im Gegensatz zum HGB ist aber für bestimmte Vermögensgegenstände und Schulden auch eine Bewertung zum Fair Value möglich, unabhängig davon, ob er unter oder über den Anschaffungs- beziehungsweise Herstellungskosten liegt. Der Fair Value ist entweder der alleinige Bewertungsmaßstab oder er tritt als alternativer Bewertungsmaßstab neben die Anschaffungskosten.

Als *alleiniger Wertmaßstab* ist der Fair Value in der bisherigen Fassung des IAS 39 für zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte („available-for-sale financial assets") und zu Handelszwecken gehaltene finanzielle Vermögenswerte („financial assets held for trading") vorgesehen (IAS 39.69). Bei den anderen Finanzinstrumenten, das heißt bei bis zur Endfälligkeit zu haltenden Finanzinvestitionen („held-to-maturity investments") und bei vom Unternehmen ausgereichten Krediten und Forderungen („loans and receivables originated by the enterprise"), die nicht zu Handelszwecken gehalten werden, bleibt es bei der Bewertung zu Anschaffungskosten. Dies gilt auch für finanzielle Vermögenswerte, die über keinen notierten Marktpreis auf einem aktiven Markt verfügen und deren beizulegender Zeitwert nicht verläßlich bestimmt werden kann, auch wenn sie der Kategorie „available-for-sale" oder „trading" zuzuordnen sind (IAS 39.69).

Schulden, die zu Handelszwecken gehalten werden, sowie derivative Finanzinstrumente, die Schulden darstellen, sind ebenfalls mit dem Fair Value zu bewerten (IAS 39.93). Explizit ausgenommen von dieser Regelung ist eine derivative Schuld, die mit einem nicht notierten Eigenkapitalinstrument, dessen beizulegender Zeitwert nicht verläßlich ermittelt werden kann, verbunden ist und nur durch dessen Lieferung erfüllt werden kann.

In der überarbeiteten Fassung von IAS 39 wurden die Möglichkeiten für eine Fair Value-Bewertung erweitert. Die bisherigen Kategorien wurden zwar grundsätzlich beibehalten, die Unternehmen können aber jedes Finanzinstrument, unabhängig davon, ob eine Handelsabsicht besteht, als Handelsbestand deklarieren und somit zum beizulegenden Zeitwert mit erfolgswirksamen Ausweis der Wertänderungen bewerten. Die Kategorie wird als „financial instruments at fair value through profit or loss" bezeichnet und in die Unterkategorien „trading" und „designated at fair value" unterteilt (IAS 39.9).[9] Aufgrund von Bedenken

[9] Vgl. *Eckes/Sittmann-Haury/Weigel* (2004), S. 176; *Löw/Schildbach* (2004), S. 876; *Wagenhofer* (2003), S. 246.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Finanzaufsicht wurde diese Fair Value-Option bereits am 21.4.2004 wieder eingeschränkt.[10] Sie kann nur noch bei Vorliegen bestimmter sachlicher Voraussetzungen ausgeübt werden, zum Beispiel wenn es sich bei dem Finanzinstrument um ein strukturiertes Produkt handelt, dessen Zerlegung durch die Designation vermieden werden soll. Zudem muß sich der beizulegende Zeitwert als überprüfbar („verifiable") erweisen. Bis zur Endfälligkeit zu haltende Finanzinstrumente sowie ausgereichte Kredite und Forderungen können als zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte eingestuft werden. Dies bedeutet ebenfalls eine Bewertung zum beizulegenden Zeitwert, aber mit erfolgsneutralem Ausweis der Wertänderungen. Auf der Passivseite werden die Handelspassiva um originäre finanzielle Verpflichtungen, die mit der Absicht eines kurzfristigen Rückerwerbs eingegangen werden, ergänzt (IAS 39 AG 15).[11]

Als *alternativer Wertmaßstab* ist der Fair Value bei Sachanlagen, die das Unternehmen für Zwecke der Herstellung oder der Lieferung von Gütern und Dienstleistungen, zur Vermietung an Dritte oder für Verwaltungszwecke besitzt (IAS 16.29), bei immateriellen Vermögensgegenständen (IAS 38.64) und bei Immobilien, die als Finanzinvestitionen gehalten werden (IAS 40.24), zulässig. Das Wahlrecht kann dabei nicht für einzelne Vermögensgegenstände, sondern nur für die Gruppe, zu der der Vermögensgegenstand gehört, insgesamt in Anspruch genommen werden (IAS 16.34, 38.70 und 40.27). Die Anwendbarkeit des Fair Value wird bei immateriellen Vermögensgegenständen zudem durch die Voraussetzung eines aktiven Marktes eingeschränkt, da diese selten erfüllt sein wird. Bei investment property darf der Fair Value nicht angewendet werden, sofern er nicht verläßlich bestimmt werden kann (IAS 40.47).

Andere Vermögensgegenstände, zum Beispiel Vorräte, sowie andere Schulden dürfen nicht mit dem Fair Value bewertet werden, wenn dieser über den Anschaffungskosten liegt. Hier gilt – wie im HGB – das Anschaffungskostenprinzip.

II. Begriff und Bestimmung des Fair Value

Nachdem erläutert wurde, bei welchen Vermögensgegenständen und Schulden eine Bewertung zum Fair Value zulässig ist, ist nun zu klären, was darunter genau zu verstehen ist. Der Fair Value beziehungsweise – in der offiziellen deutschen Übersetzung – der beizulegende Zeitwert wird in den IAS/IFRS als der Betrag definiert, „zu dem zwischen sachverständigen, vertragswilligen und

[10] Vgl. *Barckow* (2004), S. 795 f.

[11] Vgl. *Eckes/Sittmann-Haury/Weigel* (2004), S. 176.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

voneinander unabhängigen Geschäftspartnern ein Vermögenswert getauscht oder eine Schuld beglichen werden könnte."[12]

Unklar bleibt bei dieser Definition, wie der Wert konkret zu bestimmen ist. In den IAS/IFRS wird diese Frage nicht allgemein, sondern nur in Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen und Schulden, bei denen eine Fair Value-Bewertung zulässig ist, beantwortet. Es dürfte auch schwierig sein, die Ermittlung des Fair Value allgemein zu regeln, da bei den zu bewertenden Vermögensgegenständen beziehungsweise Schulden unterschiedliche Voraussetzungen gegeben sind.

In IAS 16.30 wird als beizulegender Zeitwert für Grundstücke und Gebäude der Marktwert, der sich aufgrund von Berechnungen hauptamtlicher Gutachter ergibt, bestimmt. Für technische Anlagen und Betriebs- und Geschäftsausstattung ist es der durch Schätzungen ermittelte Marktwert (IAS 16.31). Gibt es keine Anhaltspunkte für einen solchen Wert, erfolgt die Bewertung zu fortgeführten Wiederbeschaffungskosten.

Der Fair Value von immateriellen Vermögensgegenständen ist unter Bezugnahme auf einen aktiven Markt zu ermitteln (IAS 38.64). Ein aktiver Markt liegt nach IAS 38.7 vor, wenn die auf dem Markt gehandelten Produkte homogen sind, vertragswillige Käufer und Verkäufer in der Regel jederzeit gefunden werden können und die Preise der Öffentlichkeit zur Verfügung stehen.

Bei Finanzinstrumenten gelten als bester Hinweis für den Fair Value öffentlich notierte Marktpreise auf einem aktiven Markt (IAS 32.81 und IAS 39.98). Liegt kein aktiver Markt vor oder gibt es überhaupt keine notierten Marktpreise, sind Schätzverfahren heranzuziehen. Dazu gehören der Vergleich mit Marktpreisen von weitgehend identischen Finanzinstrumenten, die Analyse von diskontierten Cash flows sowie Optionspreismodelle (IAS 32.82, 39.100).

Auch für als Finanzinvestition gehaltene Immobilien werden als bester Maßstab für den Fair Value auf einem aktiven Markt notierte aktuelle Preise ähnlicher Immobilien angesehen (IAS 40.39). Wenn ein solcher Preis nicht vorliegt, sind aktuelle Preise eines aktiven Marktes für Immobilien abweichender Art, vor kurzem auf einem weniger aktiven Markt erzielte Preise, die angepaßt wurden, oder diskontierte Cash flow-Prognosen heranzuziehen (IAS 40.40). Es wird empfohlen, den Zeitwert auf der Grundlage einer Bewertung durch einen unabhängigen Gutachter zu bestimmen (IAS 40.26).

Es zeigt sich, daß die IAS/IFRS bei der Bestimmung des Fair Value grundsätzlich von einem dreistufigen Vorgehen ausgehen. Zunächst sind Marktpreise des betreffenden Vermögensgegenstandes beziehungsweise der betreffenden

[12] IAS 18.7, 21.7, 22.8, 32.5, 33.9, 39.8, 41.8 bzw. in geringfügig abweichendem Wortlaut in IAS 16.6, 17.3, 20.3, 38.7, 40.4.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Schuld zu verwenden, dann Marktpreise vergleichbarer Vermögensgegenstände beziehungsweise Schulden und schließlich Werte, die mit Hilfe von Bewertungsverfahren, wie das Discounted Cash flow-Verfahren oder das Black-Scholes-Modell, ermittelt werden.[13]

Aus der Neufassung von IAS 39 ergibt sich ein vereinfachtes zweistufiges Vorgehen. Neben Marktpreisen auf aktiven Märkten werden nur noch Bewertungsmodelle, wie anerkannte Barwertmodelle oder Optionspreismodelle, genannt (AG 64 IAS 39). Ob damit wirklich eine Änderung verbunden ist, bleibt abzuwarten.

C. Fair Value-Bewertung von Vermögensgegenständen

I. Ausweis von Wertänderungen im Zusammenhang mit der Fair Value-Bewertung

1. Grundsätzliche Ausweismöglichkeiten

Werden die Vermögensgegenstände in der Bilanz mit ihrem Fair Value angesetzt, entstehen unrealisierte Gewinne oder unrealisierte Verluste. Diese können grundsätzlich entweder erfolgswirksam oder erfolgsneutral erfaßt werden. Bei einem erfolgsneutralen Ausweis schließt sich die Frage an, wie sie bei Realisation aufzulösen sind, erfolgswirksam oder erfolgsneutral. Somit bestehen die in Abbildung 1 dargestellten Ausweismöglichkeiten.

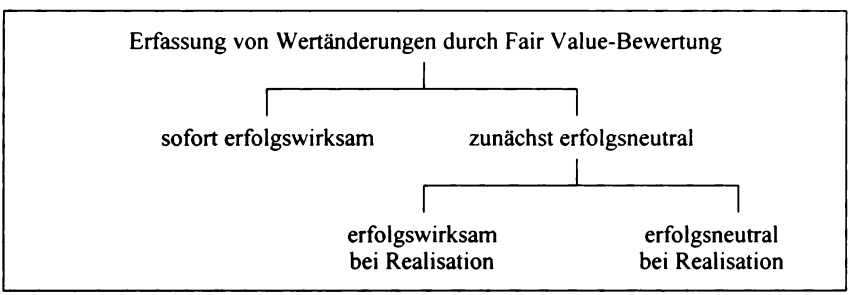


Abbildung 1: Erfassung der Wertänderungen durch die Fair Value-Bewertung

[13] Vgl. *Wagenhofer* (2003), S. 164.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die verschiedenen Ausweismöglichkeiten sollen nun anhand eines durchgängigen Beispiels erläutert und beurteilt werden. Die Beurteilung erfolgt unabhängig davon, ob ein Konzernabschluß oder ein Einzelabschluß vorliegt. Es wird von einer vereinfachten Bilanz ausgegangen, die auf der Aktivseite nur die Positionen Anlagevermögen, Umlaufvermögen und – zur Verdeutlichung der Auswirkungen getrennt davon – Kasse enthält (Abbildung 2). Das Umlaufvermögen soll jeweils zu Zeitwerten bewertet werden.

Ausgangsdaten

Bilanz t_1 (Buchwerte)

Anlagevermögen (AV)	2.000	Gezeichnetes Kapital	1.500
Umlaufvermögen (UV)	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	Gewinnvortrag (GV)	0
		Jahresüberschuß (JÜ)	0
		Fremdkapital (FK)	1.700
	3.800		3.800

Abbildung 2: Ausgangsdaten des Beispiels

2. Ausweis von Zeitwertgewinnen

Zunächst wird unterstellt, daß der Fair Value des Umlaufvermögens bei 1.600 liegt. Es entsteht somit ein unrealisierter Gewinn von 200.

Die erste Möglichkeit besteht darin, den unrealisierten Gewinn von 200 *sofort erfolgswirksam* zu erfassen (Abbildung 3). Daraus resultiert ein Jahresüberschuß von 200. Annahmegemäß soll dieser in der Folgeperiode voll ausgeschüttet werden, um die mit einer Ausschüttung unrealisierter Gewinne verbundenen Probleme verdeutlichen zu können. Des weiteren wird davon ausgegangen, daß bereits in der Folgeperiode das Umlaufvermögen verkauft wird, im Fall a zum Fair Value vom 31.12.t_1, im Fall b zum ursprünglichen Buchwert.

Erfolgt der Verkauf zum Fair Value (Fall a), entspricht das Vermögen beziehungsweise das Kapital in t_2 dem Ausgangsvermögen in t_1 zu Buchwerten. Die Nominalkapitalerhaltung ist gewährleistet. Sinkt dagegen der Fair Value bis zum Verkauf wieder und kann nur der ursprüngliche Buchwert realisiert werden (Fall b), entsteht in der Periode t_2 ein Jahresfehlbetrag. Außerdem vermindert sich durch die Ausschüttung des Jahresüberschusses aus t_1 das Vermögen um 200, das heißt, das Nominalkapital und auch die Substanz sind geringer als in der Ausgangssituation.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Periode t_1

Bilanz t_1 (Buchwerte)				Bilanz t_1 (Zeitwerte)			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500	AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600	UV	1.600	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0	Kasse	400	JÜ	200
		FK	1.700			FK	1.700
	3.800		3.800		4.000		4.000

Periode t_2, Fall a:
Verkauf zum Fair Value vom 31.12.t_1

Bilanz t_2			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.800	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Periode t_2, Fall b:
Verkauf zum ursprünglichen Buchwert

Bilanz t_2			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.600	JF	- 200
		FK	1.700
	3.600		3.600

Abbildung 3: Erfolgswirksamer Ausweis von Zeitwertgewinnen bei Vermögensgegenständen

Unberücksichtigt blieben bislang mögliche Steuerwirkungen. Wird unterstellt, daß auch in der Steuerbilanz die Bewertung zum Fair Value erfolgt, ergibt sich bei einem angenommenen Steuersatz von 40 Prozent eine Steuerzahlung von 80, so daß nur noch 120 ausgeschüttet werden können. Der Liquiditätsabfluß insgesamt ist aber unverändert 200. Bleibt es in der Steuerbilanz dagegen bei einer Bewertung zu Anschaffungskosten, muß eine Rückstellung für latente Steuern in Höhe von 80 gebildet werden. Damit vermindert sich der Liquiditätsabfluß auf 120 (Ausschüttung), das heißt die Substanzgefährdung fällt geringer aus.

Im Ergebnis ist festzuhalten, daß der sofortige erfolgswirksame Ausweis von Zeitwertgewinnen zu einer Substanzgefährdung führen kann. Dies ist der Fall, wenn der unrealisierte Gewinn sofort ausgeschüttet beziehungsweise besteuert wird und später nicht realisiert werden kann.

Um diese Wirkungen auf den Gewinn zu vermeiden, besteht die zweite Möglichkeit darin, den Zeitwertgewinn *zunächst erfolgsneutral* in einem gesonderten Eigenkapitalposten zu erfassen. Dieser Eigenkapitalposten soll als Aufwertungsrücklage bezeichnet werden. Üblich ist auch der Begriff Neubewertungsrücklage. Eine Bildung latenter Steuern ist nach dem in Deutschland üblichen „timing-concept" nicht erforderlich beziehungsweise möglich, da keine Ergebnisunterschiede auftreten. Nach dem in den IAS/IFRS vorgeschriebenen „temporary-concept" muß, falls es in der Steuerbilanz beim ursprünglichen Ansatz

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bleibt, eine Rückstellung für latente Steuern gebildet werden. Die Bildung erfolgt erfolgsneutral aus dem Aufwertungsbetrag, so daß die Aufwertungsrücklage um diesen Betrag geringer ist.[14] Da sich insgesamt der gleiche Wert ergibt, soll im Beispiel aus Vereinfachungsgründen auf eine Bildung passiver latenter Steuern verzichtet werden.

Es schließt sich die Frage an, wie die *Aufwertungsrücklage* aufzulösen ist. Eine Möglichkeit ist, sie bei Verkauf der Vermögensgegenstände *erfolgswirksam aufzulösen* (Abbildung 4). Das bedeutet, daß bei Realisation der Gewinne ein Jahresüberschuß entsteht (Fall a), der annahmegemäß voll ausgeschüttet wird. Kann der Gewinn durch die Fair Value-Bewertung nicht realisiert werden (Fall b), gleicht die Auflösung der Aufwertungsrücklage den Buchverlust aus, so daß ein Jahresergebnis von Null entsteht. In beiden Fällen wird das Nominalkapital nicht verändert. Unter Berücksichtigung latenter Steuern ergeben sich die gleichen Bilanzen, da die passiven latenten Steuern ebenfalls erfolgwirksam aufzulösen sind.

Periode t_1

Bilanz t_1 (Buchwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Bilanz t_1 (Zeitwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.600	Rücklagen	600
Kasse	400	Aufw.rückl.	200
		JÜ	0
		FK	1.700
	4.000		4.000

Periode t_2, Fall a:
Verkauf zum Fair Value vom 31.12.t_1

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	2.000	JÜ	200
		FK	1.700
	4.000		4.000

Periode t_2, Fall b:
Verkauf zum ursprünglichen Buchwert

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.800	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Abbildung 4: Erfolgsneutraler Ausweis von Zeitwertgewinnen bei Vermögensgegenständen mit erfolgswirksamer Auflösung der Aufwertungsrücklage

[14] Vgl. *Zülch/Lienau* (2004), S. 571 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wenn die Gewinne erst in der Periode ihrer Realisation erfolgswirksam ausgewiesen werden, ist zwar die Erhaltung des Nominalkapitals gewährleistet, nicht aber zwangsläufig auch die Substanzerhaltung. Die Substanzerhaltung ist nur gegeben, wenn Vermögensgegenstände mit dem gleichen Produktionspotential wiederbeschafft werden können, ohne das andere Vermögen zu vermindern. Dieses Problem stellt sich vor allem, wenn Anlagevermögen, insbesondere Sachanlagen, zum Fair Value bewertet werden. Trotzdem soll im Beispiel weiterhin von Umlaufvermögen ausgegangen werden, um die Vergleichbarkeit mit den anderen Ausweismöglichkeiten zu gewährleisten.

Die Substanzminderung wird vermieden, wenn die Gewinne nie erfolgswirksam ausgewiesen werden, sondern statt dessen die *Aufwertungsrücklage erfolgsneutral in die Gewinnrücklagen umgebucht* wird, da in diesem Fall keine Gewinne ausgeschüttet werden, die zur Wiederbeschaffung zum erhöhten Fair Value benötigt werden (Abbildung 5). Unter Berücksichtigung latenter Steuern wird keine vollständige Substanzerhaltung erreicht, da die Steuerrückstellung zwar erfolgsneutral gebildet, aber erfolgswirksam aufgelöst wird.[15]

Periode t_1

Bilanz t_1 (Buchwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Bilanz t_1 (Zeitwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.600	Rücklagen	600
Kasse	400	Aufw.rückl.	200
		JÜ	0
		FK	1.700
	4.000		4.000

Periode t_2, Fall a:
Verkauf zum Fair Value vom 31.12.t_1

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	800
Kasse	2.000	JÜ	0
		FK	1.700
	4.000		4.000

Periode t_2, Fall b:
Verkauf zum ursprünglichen Buchwert

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.800	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Abbildung 5: Erfolgsneutraler Ausweis von Zeitwertgewinnen bei Vermögensgegenständen mit erfolgsneutraler Auflösung der Aufwertungsrücklage

[15] Vgl. *Mujkanovic* (2002), S. 151.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Gegen die erfolgsneutrale Auflösung der Aufwertungsrücklage wird eingewendet, daß damit eine Kompetenzverlagerung von den Anteilseignern auf das Management verbunden wäre, weil eine automatische Wiederbeschaffung unterstellt würde.[16] Die Anteilseigner können aber auch beschließen, die in die Gewinnrücklagen umgebuchten Beträge auszuschütten.

In den *IAS/IFRS* ist der Ausweis von Zeitwertgewinnen in Abhängigkeit von der Art des zugrunde liegenden Vermögensgegenstandes geregelt. Wertänderungen von „financial asstes held for trading" sind *erfolgswirksam* auszuweisen (IAS 39.103 a). Der Ausweis unrealisierter Gewinne wird hier aufgrund der kurzfristigen Haltedauer als unproblematisch angesehen. Durch die teilweise hohe Volatilität des Marktes dürfte aber nicht immer gewährleistet sein, daß die Zeitwertgewinne später auch realisiert werden können. Ein erfolgswirksamer Ausweis ist zudem bei Immobilien, die als Finanzinvestitionen gehalten werden, vorgeschrieben (IAS 40.28). Bei diesen Vermögensgegenständen werden zwar kurzfristige Wertschwankungen seltener sein als bei Finanzanlagen, dafür werden aber die Zeiträume zwischen der Fair Value-Bewertung und der Realisation durch Verkauf eher länger sein. Damit kann wiederum nicht davon ausgegangen werden, daß die Zeitwertgewinne später auch realisiert werden können.

Zeitwertgewinne bei Sachanlagen, die das Unternehmen für Zwecke der Herstellung oder der Lieferung von Gütern und Dienstleistungen, zur Vermietung an Dritte oder für Verwaltungszwecke besitzt (IAS 16.37), sowie bei immateriellen Vermögensgegenständen (IAS 38.76) sind dagegen *erfolgsneutral* zu erfassen. Bei Realisation der Gewinne kann die Aufwertungsrücklage beziehungsweise – in der Terminologie der IAS – die Neubewertungsrücklage erfolgsneutral durch Umbuchung in die Gewinnrücklagen aufgelöst werden (IAS 16.39 und 38.78). Diese Möglichkeit ist zu begrüßen, auch wenn die Substanzerhaltung traditionell keine Aufgabe des Jahresabschlusses, sondern interner Rechnungen ist, da keine Ausschüttungsbegehrlichkeiten der Aktionäre geweckt werden.

Bei „available-for-sale financial assets" besteht zur Zeit ein *Wahlrecht* zwischen dem erfolgswirksamen und erfolgsneutralen Ausweis (IAS 39.103b). Dieses Wahlrecht ist zu bedauern, da es die Vergleichbarkeit der Abschlüsse unterschiedlicher Unternehmen beeinträchtigt, auch wenn zusätzliche Anhangangaben erforderlich sind. In der Neufassung des IAS 39 ist nur noch ein erfolgsneutraler Ausweis vorgesehen. Spätestens im Zeitpunkt ihrer Realisation sind aber die Gewinne erfolgswirksam zu erfassen. Der erfolgswirksame Ausweis der realisierten Gewinne und Verluste ist bei diesen Vermögensgegenständen unproblematisch, da sie in der Regel nicht zur Aufrechterhaltung der Produktion benötigt werden.

[16] Vgl. *Siegel* (1998), S. 596.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der unterschiedliche Ausweis der Zeitwertgewinne ist vor allem bei den Finanzinstrumenten problematisch, da die Zuordnung zu den einzelnen Kategorien von Einschätzungen beziehungsweise neuerdings auch von Entscheidungen der Unternehmen abhängig ist und deshalb von Außenstehenden nur schwer überprüft werden kann. Um den damit verbundenen bilanzpolitischen Spielraum zu begrenzen, wird insbesondere der Wechsel von finanziellen Vermögenswerten, die der Kategorie „zu Handelszwecken gehalten" zugeordnet wurden, in eine andere Kategorie untersagt (IAS 39.107). Damit ist es nicht möglich, von einem erfolgsneutralen zu einem erfolgswirksamen Ausweis zu wechseln, beispielsweise um höhere Erträge ausweisen zu können. In der Neufassung des IAS 39 wurden die Möglichkeiten eines Wechsel der Kategorien weiter eingeschränkt und damit die zusätzlichen Entscheidungsspielräume, die sich durch die Kategorie „financial instruments at fair value through profit or loss" ergeben, etwas ausgeglichen. So sind Umwidmungen bei den Kategorien „loans and receivables" und „financial instruments at fair value through profit or loss" generell unzulässig. Zulässig ist nur eine Umwidmung von Finanzinstrumenten aus der Kategorie „available for sale" in die Kategorie „held to maturity" bei Änderung der Halteabsicht sowie in begründeten Ausnahmefällen beziehungsweise in Fällen des Tainting, das heißt wenn ein nicht unwesentlicher Teil der Papiere vorzeitig veräußert, umgruppiert oder Verkaufsoptionen auf diese ausgeübt werden, auch in umgekehrter Richtung.[17]

3. Ausweis von Zeitwertverlusten

Nun soll unterstellt werden, daß der Fair Value des Umlaufvermögens 1.200 beträgt. Daraus folgt ein unrealisierter Verlust in Höhe in 200.

Wird der unrealisierte Verlust *sofort erfolgswirksam* ausgewiesen, entsteht ein Jahresfehlbetrag von 200 (Abbildung 6). Dieser soll auf das Folgejahr vorgetragen werden. In der Folgeperiode wird das Umlaufvermögen verkauft, im Fall a zum niedrigeren Fair Value vom 31.12.t_1, im Fall b zum höheren ursprünglichen Buchwert.

Erfolgt der Verkauf zum Fair Value (Fall a), wird der Zeitwertverlust realisiert. Das Vermögen beziehungsweise Kapital in t_2 ist gegenüber der Ausgangssituation um diesen Betrag geringer. Wenn der Verkauf zum höheren Buchwert erfolgen kann (Fall b), wird in t_2 ein Gewinn realisiert, der den früheren unrealisierten Verlust ausgleicht. Damit ist das Vermögen beziehungsweise Kapital gegenüber der Ausgangssituation unverändert.

---

[17] Vgl. *Eckes/Sittmann-Haury/Weigel* (2004), S. 177; *Löw/Schildbach* (2004), S. 877.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Periode t_1

Bilanz t_1 (Buchwerte)				Bilanz t_1 (Zeitwerte)			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500	AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600	UV	1.200	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0	Kasse	400	JF	- 200
		FK	1.700			FK	1.700
	3.800		3.800		3.600		3.600

Periode t_2, Fall a:
Verkauf zum Fair Value vom 31.12.t_1

Bilanz t_2			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.600	VV	- 200
		FK	1.700
	3.600		3.600

Periode t_2, Fall b:
Verkauf zum ursprünglichen Buchwert

Bilanz t_2			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.800	VV	- 200
		JÜ	200
		FK	1.700
	3.800		3.800

Abbildung 6: Erfolgswirksamer Ausweis von Zeitwertverlusten bei Vermögensgegenständen

Im Beispiel wurden mögliche Steuerwirkungen vernachlässigt. Wird unterstellt, daß auch in der Steuerbilanz eine Bewertung zum Fair Value erfolgt, ergibt sich der gleiche Jahresfehlbetrag. Bleibt es in der Steuerbilanz dagegen bei einer Bewertung zu Anschaffungskosten, müssen nach IAS/IFRS aktive latente Steuern gebildet werden. Dadurch sinkt der Jahresfehlbetrag, zum Beispiel bei einem Steuersatz von 40 Prozent auf 120.

Auch wenn der erfolgswirksame Ausweis bei Zeitwertverlusten weniger problematisch ist als bei Zeitwertgewinnen, da es nicht zu einer Substanzgefährdung durch Ausschüttung kommen kann, soll nun überlegt werden, wie ein *erfolgsneutraler Ausweis* erfolgen könnte. Zum Ausgleich eines Zeitwertverlustes müßte eine (negative) *Abwertungsrücklage* gebildet werden. Diese könnte bei Realisation des Zeitwertverlustes *erfolgswirksam aufgelöst* werden (Abbildung 7). Wird der Verlust bei Verkauf realisiert (Fall a), entsteht ein Jahresfehlbetrag. Gleicht sich der Verlust dagegen wieder aus (Fall b), wird nur die Abwertungsrücklage aufgelöst. Auswirkungen auf das Jahresergebnis ergeben sich dann nicht.

Diese Vorgehensweise hat den Vorteil, daß zwischenzeitliche Wertänderungen keinen Einfluß auf das Ergebnis haben. Nur wenn der Verlust realisiert

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wird, kommt es zu einer Gewinnminderung beziehungsweise zum Ausweis eines Jahresfehlbetrags.

Periode t_1

Bilanz t_1 (Buchwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Bilanz t_1 (Zeitwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.200	Rücklagen	600
Kasse	400	Abw.rückl.	- 200
		JÜ	0
		FK	1.700
	3.600		3.600

Periode t_2, Fall a:
Verkauf zum Fair Value vom 31.12.t_1

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.600	JF	- 200
		FK	1.700
	3.600		3.600

Periode t_2, Fall b:
Verkauf zum ursprünglichen Buchwert

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.800	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Abbildung 7: Erfolgsneutraler Ausweis von Zeitwertverlusten bei Vermögensgegenständen mit erfolgswirksamer Auflösung der Abwertungsrücklage

Es schließt sich die Frage an, ob es auch bei Zeitwertverlusten sinnvoll ist, diese nie erfolgswirksam auszuweisen, das heißt bei Realisation eine *Verrechnung der Abwertungsrücklage mit den Gewinnrücklagen* vorzunehmen (Abbildung 8). In Analogie zu Zeitwertgewinnen könnte dies aus Sicht des Substanzerhaltungskonzeptes zweckmäßig sein, wenn der Vermögensgegenstand zum niedrigeren Wert wiederbeschafft werden kann.

Unabhängig davon, ob die Auflösung der Abwertungsrücklage erfolgswirksam oder erfolgsneutral erfolgt, ergibt sich bei Wiederbeschaffung die gleiche Bilanz, da entweder der Jahresfehlbetrag oder die Abwertungsrücklage mit den Gewinnrücklagen verrechnet wird. Die Beurteilung des Unternehmens wird aber unterschiedlich ausfallen, da im ersten Fall zwischenzeitlich ein Verlust ausgewiesen wird. Dieser Verlust beeinträchtigt nicht die Substanz des Unternehmens und ist damit nach dem Konzept der Substanzerhaltung unerheblich. Aus steuerlicher Sicht wird das Unternehmen aber bestrebt sein, Verluste erfolgswirksam auszuweisen, um die Steuerschuld zu vermindern.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Periode t_1

Bilanz t_1 (Buchwerte)				Bilanz t_1 (Zeitwerte)			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500	AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600	UV	1.200	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0	Kasse	400	Abw.rückl.	- 200
		FK	1.700			JÜ	0
						FK	1.700
	3.800		3.800		3.600		3.600

Periode t_2, Fall a:
Verkauf zum Fair Value vom 31.12.t_1

Bilanz t_2			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	400
Kasse	1.600	JÜ	0
		FK	1.700
	3.600		3.600

Periode t_2, Fall b:
Verkauf zum ursprünglichen Buchwert

Bilanz t_2			
AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	0	Rücklagen	600
Kasse	1.800	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Abbildung 8: Erfolgsneutraler Ausweis von Zeitwertverlusten bei Vermögensgegenständen mit erfolgsneutraler Auflösung der Abwertungsrücklage

Auch der Ausweis von Zeitwertverlusten ist nach *IAS/IFRS* in Abhängigkeit von der Art des Vermögensgegenstandes geregelt, wobei zum Teil andere Regelungen bestehen als bei Zeitwertgewinnen. Überwiegend ist ein *erfolgswirksamer Ausweis* vorgeschrieben. Dieser gilt – wie bei den Zeitwertgewinnen – für „trading-securities" (IAS 39.103a), bei Ausnutzung des Wahlrechts für „available-for-sale-securities" (IAS 39.103b) und für „investment property" (IAS 40.28). Das gleiche Vorgehen ist grundsätzlich sinnvoll, es kann nur – wie bereits dargestellt – der erfolgswirksame Ausweis an sich in Frage gestellt werden. Auch bei Sachanlagen, die das Unternehmen für Zwecke der Herstellung oder der Lieferung von Gütern und Dienstleistungen, zur Vermietung an Dritte oder für Verwaltungszwecke besitzt, und bei immateriellen Vermögensgegenständen ist er, im Gegensatz zum erfolgsneutralen Ausweis der Zeitwertgewinne, vorgeschrieben. Wenn eine Neubewertungsrücklage existiert, muß diese aber zuvor aufgelöst werden (IAS 16.38 und 38.77). Die unterschiedliche Behandlung von Zeitwertgewinnen und Zeitwertverlusten ist im Sinne einer konsequenten Umsetzung des Fair Value-Prinzips zu bedauern, entspricht aber dem Imparitätsprinzip.

Ein *erfolgsneutraler Ausweis* von Zeitwertverlusten ist nur bei „available-for-sale-securities" möglich. Die Rücklage ist erfolgswirksam aufzulösen, sobald der finanzielle Vermögensgegenstand abgegangen ist (IAS 39.103b). Wäh-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

rend des Haltens der Finanzinstrumente ist eine Auflösung erforderlich, wenn aufgrund objektiver substantieller Hinweise eine Wertminderung festgestellt wird (IAS 39.117). Substantielle Hinweise sind unter anderem Informationen über erhebliche finanzielle Schwierigkeiten des Emittenten oder ein tatsächlich erfolgter Vertragsbruch (IAS 39.110). Ein, auch im Zeitpunkt der Realisation, erfolgsneutraler Ausweis von Zeitwertverlusten ist, im Gegensatz zu Zeitwertgewinnen, in den IAS/IFRS nicht vorgesehen.

II. Beurteilung der Fair Value-Bewertung

Bei der Beurteilung der Fair Value-Bewertung stellt sich die Frage, ob ein Abschluß auf Basis von Fair Values seine Aufgaben besser erfüllen kann als einer auf Basis von Anschaffungs- oder Herstellungskosten. Aufgrund ihrer unterschiedlichen Aufgaben ist bei der Diskussion zwischen dem Konzernabschluß und dem Einzelabschluß zu unterscheiden.

Der *Konzernabschluß* hat eine reine Informationsfunktion. In § 297 Abs. 2 HGB wird gefordert, daß er ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu vermitteln hat, wobei die Forderung durch den Zusatz „unter Beachtung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung" etwas relativiert wird. Zielsetzung des Jahresabschlusses ist gemäß IAS Framework 12, „Informationen über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie Veränderungen der Vermögens- und Finanzlage zu geben, die für einen weiten Adressatenkreis bei dessen wirtschaftlichen Entscheidungen nützlich sind" („decision usefulness"). Die Informationsbedürfnisse sind zwar grundsätzlich je nach Adressat unterschiedlich, es wird aber unterstellt, daß Angaben, die den Informationsbedürfnissen der Investoren entsprechen, auch für die anderen Adressaten geeignet sind (IAS Framework 10). Zu überprüfen ist somit, welcher Jahresabschluß einen besseren Einblick in die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage vermittelt, das heißt den Grundsatz des „true and fair view" beziehungsweise der „fair presentation" besser erfüllt.

Im Hinblick auf die Vermögenslage kann zunächst unterstellt werden, daß diese bei Verwendung von Fair Values besser dargestellt wird als bei Anschaffungskosten, da die Bilanz den Wert des Vermögens zum betreffenden Stichtag korrekt wiedergibt und die heimliche Bildung beziehungsweise Auflösung stiller Reserven verhindert wird. Uneingeschränkt gilt diese Aussage aber nur, wenn sich die Fair Values eindeutig bestimmen lassen, da die Nachprüfbarkeit der Daten auch in einer investororientierten Rechnungslegung unverzichtbar ist.[18] Diese Voraussetzung ist nicht bei allen Vermögensgegenständen erfüllt. Relativ unproblematisch ist die Bestimmung von Fair Values bei Existenz öf-

[18] Vgl. *Kahle* (2002), S. 104.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

fentlich notierter, einheitlicher Marktpreise auf einem Markt, auf dem auch vertragswillige Käufer und Verkäufer vorhanden sind. Schwieriger wird es, wenn der Markt beeinträchtigt ist oder wenn überhaupt kein Markt vorliegt. In diesem Fall können nur noch Bewertungsverfahren, wie das Discounted Cash flow-Verfahren oder Optionspreismodelle, herangezogen werden. Sie eröffnen dem Unternehmen einen bilanzpolitischen Spielraum, zum Beispiel bei der Bestimmung des Diskontierungszinssatzes oder bei der Auswahl des Optionspreismodells, der wiederum den Aussagewert des Jahresabschlusses beeinträchtigt.

Dies dürfte auch ein Grund dafür sein, daß eine Fair Value-Bewertung bislang nur für bestimmte, insbesondere für marktgängige Vermögensgegenstände zulässig ist. Eine unterschiedliche Bewertung der Vermögensgegenstände, das heißt teils zu Anschaffungskosten, teils zu Fair Values, führt aber nicht zu einem aussagefähigen Vermögensausweis.[19] Besser wäre es, einen einheitlichen Wertmaßstab zu verwenden und den jeweils anderen Wertmaßstab im Anhang anzugeben.

Die Fair Value-Bewertung beeinflußt nicht nur die Vermögenslage, sondern bei erfolgwirksamen Ausweis der Wertänderungen auch die Ertragslage. Aufgabe der Gewinn- und Verlustrechnung ist es zunächst, einen periodengerechten Gewinn zu ermitteln. Das bedeutet, daß Erträge und Aufwendungen in der Periode zu erfassen sind, der sie wirtschaftlich zugehören, unabhängig von ihrem Zahlungszeitpunkt (§ 252 Abs. 1 Nr. 5 HGB, IAS Framework 22). Dieser Grundsatz ist aber noch zu unbestimmt und muß durch weitere Vorschriften konkretisiert werden. Dies erfolgt in den IAS/IFRS durch das „realization principle" für die Periodenzuordnung der Erträge und durch das „matching principle" für die Zuordnung der Aufwendungen. Der Ausweis der Erträge wiederum hängt von der Auslegung des Realisationsprinzips ab. Im Gegensatz zum HGB ist das Realisationsprinzip in den IAS/IFRS so weit gefaßt, daß bereits die jederzeitige Realisierbarkeit beziehungsweise eine hinreichende Einschätzung der Realisierbarkeit ausreicht.[20] Grundsätzlich kann sowohl eine Bewertung zu Anschaffungskosten als auch eine Bewertung zum Fair Value periodengerecht sein, da der Tatbestand der wirtschaftlichen Zugehörigkeit unterschiedlich interpretiert werden kann. Primär dient die Bewertung mit Fair Values aber dem richtigen Vermögensausweis, und damit wird nach allgemeiner betriebswirtschaftlicher Erkenntnis zwangsläufig der richtige Erfolgsausweis beeinträchtigt.[21]

Der Jahresabschluß soll nicht nur Informationen über vergangene Gewinne bereitstellen, sondern auch Rückschlüsse auf einen zukünftigen Gewinn ermög-

[19] Vgl. *Mujkanovic* (2002), S. 205.
[20] Vgl. *Mujkanovic* (2002), S. 59.
[21] Vgl. *Kley* (2001), S. 2260.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lichen (IAS Framework 22). Positiv wirkt sich hier zunächst aus, daß der Gewinn nicht durch die Bildung und Auflösung stiller Reserven verfälscht wird. Bei einem erfolgswirksamen Ausweis von reinen Zeitwertgewinnen beziehungsweise Zeitwertverlusten wird aber der Erfolg durch Faktoren beeinflußt, die nicht in der Unternehmenspolitik, sondern allein in Zinsänderungen am Kapitalmarkt begründet liegen.[22] Dabei handelt es sich um eine zufallsbestimmte Komponente, die eine Prognose des nachhaltigen Gewinns erschwert und deshalb eliminiert werden müßte.[23] Durch einen erfolgsneutralen Ausweis der Wertänderungen könnte dieses Problem zwar vermieden werden, aber dadurch entsteht – neben dem Gewinn und der Einlage – ein dritter Faktor der Eigenkapitalzunahme.[24] Hinzu kommt, daß sich nach derzeitiger Rechtslage die Erträge und Aufwendungen auf unterschiedliche Wertbasen beziehen, wodurch die Prognose des künftigen Erfolgs nochmals erschwert wird.[25] Des weiteren soll der Gewinn einen Rückschluß auf die Performance des Management ermöglichen und gegebenenfalls als Grundlage der Entlohnung dienen. Auch dies ist aufgrund der im Gewinn enthaltenen Zufallskomponente nur eingeschränkt möglich.[26]

Ein weiterer Nachteil der Zeitbewertung kann – insbesondere aus Sicht des bilanzierenden Unternehmens – bei abnutzbaren Vermögensgegenständen darin gesehen werden, daß es durch die höheren Abschreibungen zu Ergebnisbelastungen zukünftiger Perioden kommt.[27] Ein Ausgleich der höheren Abschreibungen durch eine erfolgswirksame Auflösung der Neubewertungsrücklage ist nach IAS 16 nicht zulässig. Zudem wäre dann die Substanzerhaltung nicht mehr gewährleistet.

Auch bei der Finanzlage ist die Beurteilung der Fair Value-Bewertung nicht eindeutig. Positiv ist, daß die Liquiditätsreserven des Unternehmens aufgrund der Verwendung von aktuellen Marktwerten besser eingeschätzt werden können.[28] Die Bestimmung des liquiditätswirksamen Gewinns wird aber erschwert, wenn die unrealisierten Gewinne und Verluste zusammen mit den realisierten Gewinnen und Verlusten ausgewiesen werden. Teilweise wird überlegt, ob die selektive Zeitbewertung als Basis für eine differenzierte Zahlungsstromprognose dienen kann.[29] Unterstellt wird dabei, daß der operative Gewinn eine sinnvol-

---

[22] Vgl. das Beispiel von *Schildbach* (1999), S. 178 ff.

[23] Vgl. *Kahle* (2002), S. 100; *Schildbach* (1998), S. 589.

[24] Vgl. *Schildbach* (1998), S. 588 f.

[25] *Mujkanovic* (2002), S. 206 f.

[26] Vgl. *Kahle* (2002), S. 100; *Schildbach* (1999), S. 183.

[27] Vgl. zum Problem der Bestimmung der planmäßigen Abschreibungen nach einer Fair Value-Bewertung *Mujkanovic* (2002), S. 141 ff.

[28] Vgl. *Pape* (2001), S. 1461.

[29] Vgl. *Schildbach* (1999), S. 184.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

le Basis für die Schätzung der Zahlungen aus dem nicht-finanziellen Bereich darstellt und sich die zukünftigen Zahlungen aus dem finanziellen Bereich durch die Anwendung des aktuellen Marktzinssatzes auf den Zeitwert des finanziellen Vermögens bestimmen lassen. Dies gilt aber allenfalls dann, wenn sich beide Bereiche eindeutig trennen lassen. Davon kann nicht ausgegangen werden.[30]

Neben dem Grundsatz des „true and fair view" sollen zur Beurteilung auch die qualitativen Anforderungen, die im IAS Framework 24 an den Jahresabschluß gestellt werden, das heißt Verständlichkeit, Relevanz, Verläßlichkeit und Vergleichbarkeit, herangezogen werden.

Das Kriterium der Verständlichkeit kann sowohl bei einer Bewertung zu Anschaffungskosten als auch bei einer Bewertung zum Fair Value als erfüllt angesehen werden. Bei manchen Vermögensgegenständen, zum Beispiel bei strukturierten Produkten, ist zwar die Bestimmung des Fair Value schwierig, der Wert als solcher ist aber verständlich.

Das Kriterium der Relevanz setzt voraus, daß die Informationen die wirtschaftlichen Entscheidungen der Adressaten beeinflussen. Für einen Investor ist in erster Linie der Marktwert des Unternehmens von Bedeutung.[31] Dieser wird weder durch eine Bewertung zu Anschaffungskosten noch durch eine Bewertung zum Fair Value ermittelt, da wesentliche Bestandteile, wie der originäre Geschäfts- oder Firmenwert, nicht einfließen. Bei einer Fair Value-Bewertung dürfte sich aber ein besserer Näherungswert ergeben, da die Vermögensgegenstände und Schulden zum aktuellen Marktwert und nicht zu historischen Werten angesetzt werden. Entscheidungsrelevant ist zudem die zukünftige Situation des Unternehmens. Die Informationen müssen somit eine Prognose der zukünftigen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage ermöglichen. Diese wird, wie bereits ausgeführt, erschwert, wenn im Gewinn nicht deutlich zwischen dem Ergebnis unternehmenspolitischer Entscheidungen und reinen Markteinflüssen unterschieden wird. Ergebnisschwankungen, die sich wieder ausgleichen, sind für die künftigen nachhaltig erzielbaren Unternehmensergebnisse unerheblich.[32]

Die Verläßlichkeit der Informationen ist aufgrund der Schwierigkeiten der Ermittlung der Werte bei einem Fair Value-Abschluß geringer als bei einem Abschluß auf Basis von Anschaffungskosten.[33] Dies gilt insbesondere dann, wenn keine Marktwerte auf vollkommenen Märkten vorliegen. Dementspre-

---

[30] Vgl. *Schildbach* (1999), S. 184.

[31] Vgl. *Kley* (2001), S. 2258.

[32] Vgl. *Kley* (2001), S. 2259 f.

[33] Vgl. *Baetge/Zülch* (2001), S. 558; *Kley* (2001), S. 2259. Anderer Auffassung *Mujkanovic* (2002), S. 248, der auch bei einer Bewertung zu Anschaffungskosten Probleme im Hinblick auf die Zuverlässigkeit der ermittelten Werte sieht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

chend hat nach IAS/IFRS eine Bewertung zum Fair Value zu unterbleiben, wenn sich der Wert nicht verläßlich bestimmen läßt (IAS 38.72, 39.69 und 40.47). Dadurch erfüllen die verwendeten Fair Values zwar das Kriterium der Verläßlichkeit, die Bestimmung führt aber dazu, daß unterschiedliche Wertansätze zugrunde gelegt werden.

Die Vergleichbarkeit ist bei einer Fair Value-Bewertung insofern erfüllt, als sich alle Werte auf den gleichen Stichtag beziehen.[34] Sie beruhen allerdings auf subjektiven Einschätzungen des Bilanzierenden und können somit, auch bei grundsätzlich gleichen Voraussetzungen, unterschiedlich festgelegt werden. Zudem wird die Vergleichbarkeit der Gewinne verschiedener Perioden durch die Vermischung betrieblicher Ergebnisse mit marktbedingten Erträgen und Aufwendungen eingeschränkt. Werden nur ausgewählte Vermögensgegenstände mit dem Fair Value bewertet, wird die Vergleichbarkeit zudem durch die Anwendung verschiedener Bewertungskonzeptionen in einer Bilanz beeinträchtigt.[35] Die begrenzte Vergleichbarkeit erschwert die Bilanzanalyse.[36]

Der *Einzelabschluß* dient in Deutschland nicht nur der Information verschiedener Adressaten, sondern auch der Ausschüttungsbemessung und – über die Maßgeblichkeit – der Steuerbemessung. Erfolgswirksam ausgewiesene unrealisierte Gewinne führen gegebenenfalls zu Ausschüttungsforderungen der Anteilseigner. Diese können zwar bei Kapitalgesellschaften durch Ausschüttungssperren verhindert werden, nicht aber bei Personengesellschaften. Verstärkt wird das Problem, wenn ein Gewinnabführungsvertrag besteht, da entstehende Gewinne zwangsläufig an das andere Unternehmen abgeführt und entstehende Verluste vom anderen Unternehmen gedeckt werden müssen. Diese Wirkungen können zwar durch einen erfolgsneutralen Ausweis vermieden werden, dieser ist aber nicht immer zulässig.

Unter der Annahme, daß die handelsrechtlichen Wertansätze auch in die Steuerbilanz übernommen werden, führen erfolgswirksam ausgewiesene Zeitwertgewinne zu einer Steuerbelastung, das heißt zu einem Liquiditätsabfluß, obwohl die Erträge noch nicht realisiert wurden. Bei einem erfolgsneutralen Ausweis ist fraglich, ob dieser gesonderte Posten steuerlich anerkannt wird. Zudem widerspricht es dem Grundsatz der Gleichmäßigkeit der Besteuerung, wenn die steuerliche Bemessungsgrundlage von subjektiven Einschätzungen des Steuerschuldners, die im Zusammenhang mit der Bestimmung des Fair Value unvermeidlich sind, abhängig ist. Als logische Konsequenz dieser Probleme müßte die Steuerbilanz, wie im angelsächsischen Raum üblich, von der Handelsbilanz abgekoppelt werden.

---

[34] Vgl. *Pape* (2001), S. 1461; *Siegel* (1998), S. 598.

[35] *Mujkanovic* (2002), S. 256 ff.

[36] Vgl. *Kley* (2001), S. 2261.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Fair Value-Bewertung von Schulden

Bei konsequenter Umsetzung des Fair Value-Ansatzes müßten auch Schulden mit ihrem Fair Value bewertet werden. Zur Zeit ist dies nur für Schulden vorgesehen, die zu Handelszwecken gehalten werden sowie für derivative Finanzinstrumente (IAS 39.93) beziehungsweise gemäß Neufassung des IAS 39 zudem für Schulden, die als Handelsbestand deklariert werden.

Auch bei der Bewertung von Schulden zum Fair Value stellt sich die Frage, wie die damit verbundenen Zeitwertgewinne und Zeitwertverluste auszuweisen sind. Grundsätzlich bestehen die gleichen Möglichkeiten wie bei der Fair Value-Bewertung von Vermögensgegenständen, so daß auf eine erneute Diskussion aller Möglichkeiten verzichtet werden kann. Statt dessen soll nur noch der als problematisch eingestufte und im Rahmen der Diskussion der Einführung der Fair Value-Bewertung für alle Verbindlichkeiten präferierte erfolgswirksame Ausweis anhand des bisherigen Beispiels verdeutlicht werden (vgl. zu den Ausgangsdaten Abbildung 2).

Zunächst sei angenommen, daß der Fair Value des Fremdkapitals 1.500 beträgt und somit ein Zeitwertgewinn von 200 entsteht (Abbildung 9). Die Rückzahlung soll im Fall a zum niedrigeren Zeitwert vom 31.12.t_1 erfolgen, im Fall b zum ursprünglichen Buchwert. Gleichzeitig werden neue Kredite in Höhe von 1.700 aufgenommen. Entstehende Gewinne werden wiederum in der Folgeperiode ausgeschüttet.

Periode t_1

Bilanz t_1 (Buchwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Bilanz t_1 (Zeitwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	200
		FK	1.500
	3.800		3.800

Periode t_2, Fall a: Rückzahlung zum Fair Value vom 31.12.t_1

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Periode t_2, Fall b: Rückzahlung zum ursprüngl. Buchwert

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	200	JF	- 200
		FK	1.700
	3.600		3.600

Abbildung 9: Erfolgswirksamer Ausweis von Zeitwertgewinnen bei Schulden

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kann die Rückzahlung zum Fair Value erfolgen (Fall a), ergibt sich in t_2 die gleiche Bilanz wie in der Ausgangssituation, da der Gewinn, der in t_2 ausgeschüttet wurde, auch realisiert wird. Anderes gilt, wenn die Rückzahlung zum ursprünglichen Buchwert erfolgt (Fall b). Hier vermindert sich das Vermögen beziehungsweise das Kapital um den Ausschüttungsbetrag, es kommt zum Substanzverzehr. Dies ist besonders problematisch, da eine Rückzahlung zum vereinbarten Rückzahlungsbetrag wahrscheinlicher ist als eine Rückzahlung zum sich zum Beispiel aufgrund von Zinsänderungen zwischenzeitlich ergebenden Fair Value.

Im Fall von Zeitwertverlusten ist die Fair Value-Bewertung weniger problematisch, da nicht die Gefahr der Ausschüttung von Unternehmenssubstanz besteht. Im Beispiel sei unterstellt, daß der Fair Value des Fremdkapitals nunmehr 1.900 beträgt (Abbildung 10). Bei der Rückzahlung zum Fair Value (Fall a) wird der unrealisierte Verlust aus t_1 in t_2 realisiert, so daß das Vermögen beziehungsweise Kapital um diesen Betrag sinkt. Erfolgt die Rückzahlung zum ursprünglichen Buchwert (Fall b), ergibt sich die gleiche Bilanz wie in der Ausgangssituation, da der Verlust in t_1 durch einen Gewinn in t_2 ausgeglichen wird.

Periode t_1

Bilanz t_1 (Buchwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	JÜ	0
		FK	1.700
	3.800		3.800

Bilanz t_1 (Zeitwerte)

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	JF	- 200
		FK	1.900
	3.800		3.800

Periode t_2, Fall a: Rückzahlung zum Fair Value vom 31.12.t_1

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	200	VV	- 200
		JÜ	0
		FK	1.700
	3.600		3.600

Periode t_2, Fall b: Rückzahlung zum ursprüngl. Buchwert

Bilanz t_2

AV	2.000	Gez. Kap.	1.500
UV	1.400	Rücklagen	600
Kasse	400	VV	- 200
		JÜ	200
		FK	1.700
	3.800		3.800

Abbildung 10: Erfolgswirksamer Ausweis von Zeitwertverlusten bei Schulden

Die mit dem erfolgswirksamen Ausweis von Zeitwertgewinnen und Zeitwertverlusten verbundenen Probleme, das heißt Gefahr der Ausschüttung unrea-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lisierter Gewinne und schwankender Gewinnausweis, können durch einen erfolgsneutralen Ausweis vermieden werden.

Bei der Fair Value-Bewertung von Schulden besteht zusätzlich das Problem, daß der Fair Value hier nicht nur vom Zinsniveau und anderen externen Markteinflüssen abhängig ist, sondern auch von der Bonität des betrachteten Unternehmens. Bei einer Bonitätsverschlechterung sinken die Kurswerte und damit die Schulden. Gleichzeitig entsteht bei erfolgswirksamem Ausweis ein Zeitwertgewinn. Eine bilanzielle Überschuldung ist damit nicht denkbar, da im Extremfall die Schulden auf Null sinken würden.

Das Widersinnige daran ist, daß bonitätsmäßig schlechter einzustufende Unternehmen ceteris paribus geringere Schulden und bei erfolgswirksamem Ausweis der Zeitwertgewinne im Jahr der Bonitätsverschlechterung einen höheren Gewinn aufweisen als bonitätsmäßig erstklassige Unternehmen.[37] Verbunden damit ist eine Verbesserung der Bilanzkennzahlen, in die die Schulden oder der Gewinn einfließen, zum Beispiel Fremdkapitalquote und Rentabilitäten. Teilweise wird argumentiert, daß der ausgewiesene unrealisierte Ertrag in der Regel durch die Aufwendungen kompensiert wird, die zu dem schlechteren Rating geführt haben.[38] Trotzdem entspricht aber das ausgewiesene Ergebnis nicht dem tatsächlich entstandenem Ergebnis aus dem operativen Geschäft. Bonitätsbedingte Wertänderungen erschweren im besonderen Maße die Prognose des nachhaltigen Gewinns oder den Rückschluß auf die Performance des Management.[39] Es ist fraglich, ob solche Änderungen richtig interpretiert werden. Zudem beruhen Bonitätsänderungen oftmals auf Veränderungen der operativen Risiken und Chancen, die sich im positiven Fall im originären Geschäfts- oder Firmenwert niederschlagen.[40] Da dieser nicht bilanziert werden darf, käme es zu einer Ungleichbehandlung.

Um dieses Problem zu vermeiden, müßten Kreditrisiken bei der Bestimmung der Fair Values von Schulden ausgeklammert werden. In der Literatur wird der sich ergebende Wert als Quasi-Fair Value bezeichnet.[41] Die Trennung eines Marktwertes in seine Bestandteile dürfte aber nicht immer eindeutig möglich sein, so daß dem Unternehmen ein weiterer bilanzpolitischer Spielraum eröffnet würde. Zudem würden Vermögensgegenstände und Schulden unterschiedlich bewertet. Aus diesem Grund wurde letztendlich auch die Verwendung von Quasi-Fair Values vom IASC abgelehnt. In der Neufassung des IAS 39 ist festgelegt, daß die Schulden, für die eine Handelsabsicht besteht beziehungsweise die

[37] Vgl. *Pape* (2001), S. 1466.
[38] Vgl. *Bellavite-Hövermann/Barckow* (2002), IAS 39 Tz. 201.
[39] Vgl. *Schildbach* (1999), S. 182.
[40] Vgl. *Pape* (2001), S. 1466.
[41] Vgl. *Breker/Gebhardt/Pape* (2000), S. 737.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

als Handelsbestand deklariert werden, zum Fair Value im Sinne eines Marktwertes zu bewerten sind. Auch der erfolgswirksame Ausweis wurde beibehalten. Um mögliche Kritikpunkte an diesem Vorgehen abzuschwächen, wird in IAS 32 zumindest gefordert, den Betrag der Fair Value-Änderungen, der nicht auf Veränderungen eines Benchmark-Zinssatzes zurückzuführen ist, offenzulegen.[42] Zudem muß auch der Differenzbetrag zwischen dem jeweiligen Buchwert und dem vertraglich vereinbarten Rückzahlungsbetrag angegeben werden.

E. Bedeutung der Fair Value-Bewertung für die Unternehmenspolitik von Finanzdienstleistungsunternehmen

Folge einer Fair Value-Bewertung ist, daß der Wert des Vermögens beziehungsweise der Schulden stärker schwankt als bei einer Bewertung zu Anschaffungskosten. Parallel dazu verändert sich das Eigenkapital entweder über den Gewinn (bei erfolgswirksamem Ausweis der Wertänderungen) oder über die Rücklagen (bei erfolgsneutralem Ausweis).

Beides beeinflußt die Höhe verschiedener bilanzieller Kennzahlen, wobei die Wirkungen teilweise unterschiedlich sind. Beispielsweise führt der erfolgswirksame Ausweis von Zeitwertgewinnen zu einer Verbesserung der Eigenkapitalrentabilität, bei einem erfolgsneutralen Ausweis dagegen zu einer Verschlechterung. Das Ergebnis pro Aktie wird durch Zeitwertgewinne nur bei einem erfolgswirksamen Ausweis verbessert, die Eigenkapitalquote dagegen, falls entstehende Gewinne vollständig ausgeschüttet werden, nur bei einem erfolgsneutralen Ausweis. Insgesamt gesehen kann aber unterstellt werden, daß Zeitwertgewinne tendenziell zu einer Verbesserung der Kennzahlen, Zeitwertverluste zu einer Verschlechterung führen. Parallel dazu wird sich ceteris paribus das Rating der Unternehmen verändern, sofern die Auswirkungen auf die Kennzahlen erheblich sind.

Finanzdienstleistungsunternehmen sind von einer Fair Value-Bewertung in besonderem Maße betroffen, da die Positionen, für die eine entsprechende Bewertung zwingend vorgeschrieben beziehungsweise möglich ist, einen wesentlichen Teil der Bilanzsumme ausmachen.[43] Bei den im DAX notierten Finanzdienstleistungsunternehmen beispielsweise betragen die Aktivpositionen, die zum Fair Value bewertet wurden, durchschnittlich 44 Prozent der Bilanzsum-

[42] Vgl. *Eckes/Sittmann-Haury/Weigel* (2004), S. 176.

[43] Vgl. die Auflistung der möglichen Positionen in *Bellavite-Hövermann/Barckow* (2002), IAS 39 Tz. 17 („assets") und Tz. 19 („liabilities").

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

me.[44] Sollte die Fair Value-Bewertung, wie von der Joint Working Group vorgeschlagen, auf alle Forderungen und Verbindlichkeiten ausgedehnt werden, wären ca. 70 Prozent der Aktiva deutscher Kreditinstitute betroffen.[45] Es stellt sich die Frage, welche Bedeutung dies für die Unternehmenspolitik hat.

Zunächst sei unterstellt, daß die Wertänderungen durch die Fair Value-Bewertung *erfolgsneutral* ausgewiesen werden. Damit erhöhen Zeitwertgewinne direkt das bilanzielle Eigenkapital. Für Kreditinstitute, die gemäß §§ 10, 10 a KWG in Verbindung mit Grundsatz I über Eigenkapital der Institute ihre Kredite mit Eigenkapital unterlegen müssen, könnte dies bedeuten, daß sie mehr Kredite gewähren dürfen. Voraussetzung ist, daß die Neubewertungsrücklage auch aufsichtsrechtlich als Eigenkapital anerkannt wird. Zunächst soll untersucht werden, welcher Abschluß der Ermittlung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals zugrunde liegt. Auf Einzelebene (§ 10 KWG) ist es eindeutig der Einzelabschluß. Auf Gruppenebene (§ 10 a KWG) sind konsolidierte Zahlen zu verwenden. Diese ergeben sich aber nicht aus dem Konzernabschluß, sondern aufgrund einer für aufsichtsrechtliche Zwecke vorgenommenen Konsolidierung.[46] Damit müßten nach derzeitiger Rechtslage jeweils HGB-Abschlüsse, in denen es keine Neubewertungsrücklage gibt, die Grundlage bilden. Trotzdem soll noch überprüft werden, ob die Neubewertungsrücklage grundsätzlich die Anforderungen von § 10 KWG erfüllt, da in Zukunft Änderungen zu erwarten sind. Die Einbeziehung der Neubewertungsrücklage in das bankaufsichtsrechtliche Eigenkapital ist umstritten, da sie nur bedingt die Anforderungen, die an haftendes Eigenkapital gestellt werden, erfüllt.[47] Beispielsweise unterliegt sie in Abhängigkeit von der Marktsituation stärkeren Schwankungen. Das gleiche gilt aber auch für die nicht realisierten Reserven, die zur Zeit zumindest zum Teil als Ergänzungskapital anerkannt sind (§ 10 Abs. 2 b Nr. 7 KWG), so daß die Neubewertungsrücklage wie diese behandelt werden sollte.[48] Dies entspricht auch der Einordnung gemäß Eigenkapitalrichtlinie (Art. 34 Richtlinie 2000/12/EG).

Die international tätigen Banken haben sich zudem verpflichtet, die Eigenkapitalanforderungen der Baseler Eigenkapitalempfehlung anzuerkennen und veröffentlichen vielfach das nach BIZ anrechenbare Eigenkapital in ihren Geschäftsberichten.[49] Die Ermittlung kann auch auf Basis eines nach internationa-

---

[44] Durchschnittswert aus den Geschäftsberichten 2003 der folgenden Unternehmen: Allianz Group, HVB Group, Commerzbank Konzern, Deutsche Bank Konzern, Münchener-Rück-Gruppe.

[45] Vgl. *Böcking/Sittmann-Haury* (2003), S. 195.

[46] Vgl. *Gaumert* (1997), S. 137 ff; *Gruner-Schenk* (1995), S. 211 ff.

[47] Vgl. *Gruner-Schenk* (1995), S. 104 ff.

[48] Anderer Auffassung *Graf-Tiedtke* (2003), S. 735, die die Neubewertungsrücklage nicht als bankaufsichtsrechtliche Eigenmittel einstuft.

[49] Vgl. zur BIZ-Quote *Graf-Tiedtke* (2003), S. 738.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

len Regeln erstellten Konzernabschlusses erfolgen. Die Commerzbank beispielsweise, die die IAS anwendet, setzt die Neubewertungsrücklage als bilanziell ausgewiesenes Eigenkapital im Rahmen des Kernkapitals an.[50] Die Deutsche Bank, die den Jahresabschluß nach US-GAAP aufstellt, bezieht die unrealisierten Gewinne in das Ergänzungskapital (Tier-II-Kapital) ein.[51]

Nun sei unterstellt, daß die Wertänderungen *erfolgswirksam* ausgewiesen werden. Auch dann kann es zu den soeben erläuterten positiven Effekten in bezug auf das bankaufsichtsrechtliche Eigenkapital kommen. Voraussetzung ist, daß die Gewinne nicht ausgeschüttet werden, sondern in den Gewinnrücklagen verbleiben. Damit werden die unrealisierten Gewinne sogar zu Kernkapital.

Des weiteren ist zu untersuchen, wie sich die Gewinne auf den Aktienkurs auswirken werden. Bei tendenziell steigenden Fair Values würde der Aktienkurs der Unternehmen positiv beeinflußt. Realistischerweise sind aber schwankende Periodenergebnisse zu erwarten. Die Unternehmen könnten versuchen, die Ergebnisveränderungen durch die Bildung oder Auflösung stiller Reserven zu kompensieren. Im Rahmen eines HGB-Abschlusses ermöglicht vor allem § 340 f HGB, der Kreditinstituten eine Vorsorge für allgemeine Bankrisiken durch zusätzliche Abschreibungen erlaubt, einen intertemporalen Erfolgsausgleich. Eine entsprechende Regelung ist in den IAS/IFRS nicht vorgesehen, so daß eine Gewinnglättung über diese rein rechenökonomische bilanzpolitische Maßnahme entfällt. Da auch ansonsten weniger Wahlrechte bestehen, ist eine Gewinnglättung allenfalls eingeschränkt über die Ausnutzung von Ermessensspielräumen möglich. Die Periodenergebnisse werden deshalb nach IAS/IFRS stärker schwanken als nach HGB.

Gewinnschwankungen bedeuten für die Aktionäre ein höheres Ertragsrisiko, das sie normalerweise mit einem Preisabschlag auf den Aktienkurs berücksichtigen.[52] Teilweise wird aber auch vermutet, daß die schwankenden Periodenergebnisse von Anlegern, insbesondere aus dem angelsächsischen Raum, besser aufgenommen werden als stabile Periodenergebnisse, die annahmegemäß nur durch bilanzpolitische Maßnahmen erreicht wurden.[53] Aber auch in diesem Fall werden die Schwankungen von der Geschäftsleitung erklärt werden müssen, woraus sich die Notwendigkeit einer offensiveren Informationspolitik ergibt. Die Unternehmensleitung muß beispielsweise nicht nur erläutern, wodurch es zu einer negativen Entwicklung gekommen ist, sondern auch, was sie dagegen in Zukunft unternehmen will.[54]

---

[50] Vgl. Geschäftsbericht der Commerzbank AG 2003, S. 159.

[51] Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2003, S. 92 f.

[52] Vgl. *Bieg* (1998), S. 739.

[53] Vgl. *Krumnow* (1996), S. 396.

[54] Vgl. *Bieg* (1998), S. 739.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ob die tendenziell stärker schwankenden Periodenergebnisse, neben der geänderten Informationspolitik, zu einer Änderung der Unternehmenspolitik der Unternehmen führen wird, ist umstritten. Einerseits wird die These vertreten, daß die Unternehmensleitung vorsichtiger agieren wird, um die Entstehung von Verlusten beziehungsweise niedrigeren Gewinnen, für die es sich rechtfertigen muß, von vornherein zu vermeiden.[55] Dies bedeutet aber gleichzeitig auch eine Nichtnutzung von Chancen, die ebenfalls begründet werden müßte.

Andererseits wird die These vertreten, daß die Fair Value-Bewertung zu einer risikoreicheren Unternehmenspolitik führt.[56] Beispielsweise könnte die Unternehmensleitung bei steigenden Marktpreisen darauf verzichten, offene Positionen zu schließen, da die Gewinne unabhängig von einem Verkauf entstehen. Auch wenn dies grundsätzlich zu bejahen ist, bedeutet es nicht zwangsläufig, daß eine Bewertung zu Anschaffungskosten eine risikoreichere Unternehmenspolitik verhindert. Hier müßte zwar die Position geschlossen werden, um den Gewinn realisieren zu können, diese könnte aber anschließend auch wieder geöffnet werden.[57] Bei einer ungünstigen Marktpreisentwicklung ist es in der Regel unerheblich, ob zum Fair Value oder zu Anschaffungskosten bewertet wird, da auch bei einer Bewertung zu Anschaffungskosten eine Abschreibung auf den niedrigeren Zeitwert vorzunehmen ist. Nach HGB gilt dies zwingend zwar nur für das Umlaufvermögen und für eine dauerhafte Wertminderung im Anlagevermögen, nach IAS/IFRS ist aber in jedem Fall eine Abwertung erforderlich.

Weder die eine noch die andere These läßt sich somit schlüssig beweisen. Auch ein Vergleich mit amerikanischen Unternehmen, für die ähnliche Regelungen bestehen, führt zu keinem eindeutigen Ergebnis.[58] Es ist deshalb nicht zu erwarten, daß die Fair Value-Bewertung die Unternehmenspolitik von Finanzdienstleistungsunternehmen gravierend beeinflussen wird. Dies gilt zumindest für den bisherigen Anwendungsbereich der „trading- and available for sale-securities", da diese Vermögensgegenstände nicht nur der Erzielung von Gewinnen aus der Handelsmarge, sondern auch der Ausnutzung temporärer Preisschwankungen auf den Kapitalmärkten dienen. Die Fair Value-Bewertung mit erfolgswirksamem Ausweis spiegelt hier das bestehende Marktpreisrisiko angemessen wider.[59]

Größere Einflüsse könnten auftreten, wenn die Fair Value-Bewertung auch auf die Nicht-Handelsbestände dieser Unternehmen ausgedehnt wird. Unternehmenspolitische Entscheidungen in diesem Bereich, zum Beispiel im Rahmen

[55] Vgl. *Bieg* (1998), S. 740.
[56] Vgl. *Ballwieser/Kuhner* (1994), S. 97.
[57] Vgl. *Herzig/Mauritz* (1998), S. 350.
[58] Vgl. *Bieg* (1998), S. 740.
[59] Vgl. *Degenhardt* (2003), S. 193.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der klassischen Kreditgewährung, zielen weniger auf die kurzfristige Realisierung von Gewinnen durch die Ausnutzung von Marktveränderungen, sondern berücksichtigen langfristige Aspekte wie den Aufbau einer Kundenbeziehung oder die Qualität des Kreditengagements. Es besteht die Gefahr, daß als Folge der Fair Value-Bewertung falsche Entscheidungen getroffen werden. Beispielsweise kann die Verwendung von Fair Values dazu führen, daß die Unternehmen die durchschnittliche Laufzeit ihrer Kredite verkürzen oder verstärkt variable Zinssätze verwenden, um Ergebnisschwankungen aufgrund von Zinsänderungen am Markt einzuschränken, obwohl diese für die Beurteilung der Kredite, die vertragsgemäß bedient werden, nicht von Bedeutung sein sollten.

F. Zusammenfassung

In der externen Rechnungslegung ist ein Wechsel von der HGB-Bilanzierung zur Bilanzierung nach internationalen Vorschriften zu beobachten. Dies gilt verpflichtend zwar nur für kapitalmarktorientierte Unternehmen bei der Aufstellung ihres Konzernabschlusses, aber auch andere Unternehmen wenden freiwillig internationale Vorschriften an. Zudem fließen in die Vorschriften des HGB zum Einzel- und Konzernabschluß zunehmend internationale Regelungen ein. Ein Beispiel ist die Fair Value-Bewertung für bestimmte Vermögensgegenstände und Schulden.

Durch die Fair Value-Bewertung entstehen Zeitwertgewinne beziehungsweise Zeitwertverluste, die entweder erfolgswirksam oder erfolgsneutral erfaßt werden können. Der erfolgswirksame Ausweis von unrealisierten Gewinnen birgt die Gefahr, daß die Substanz des Unternehmens durch Gewinnausschüttungen und gegebenenfalls durch Steuerzahlungen beeinträchtigt wird. Dieses Problem kann durch einen erfolgsneutralen Ausweis vermieden werden. Die Substanzerhaltung ist aber auch dann nur gewährleistet, wenn die Neubewertungsrücklage im Zeitpunkt ihrer Realisation erfolgsneutral aufgelöst wird.

Der Vergleich des Aussagewertes eines Jahresabschlusses auf Basis von Fair Values mit einem auf Basis von Anschaffungskosten hat gezeigt, daß die Fair Value-Bewertung nicht immer zu einem besseren Ergebnis führt. Als problematisch wurde unter anderem die Verläßlichkeit der Daten, die Vermischung von Erfolgen, die auf unternehmenspolitischen Entscheidungen beruhen, mit Erfolgen, die allein in Zinsänderungen am Kapitalmarkt begründet liegen, und – bei Schulden – der Einfluß von Bonitätsänderungen des Unternehmens angesehen.

Die Fair Value-Bewertung ist für Finanzdienstleistungsunternehmen von besonderer Bedeutung, da die Vermögensgegenstände und Schulden, für die eine Fair Value-Bewertung zulässig ist, einen hohen Anteil an der Bilanzsumme ausmachen. Trotzdem konnte nicht eindeutig abgeleitet werden, daß damit ein

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wechsel der Unternehmenspolitik verbunden ist. Ein Grund hierfür könnte sein, daß die betreffenden Vermögensgegenstände und Schulden marktbezogen gesteuert werden. Stärkere Auswirkungen sind zu erwarten, wenn die Fair Value-Bewertung auch auf Nicht-Handelsbestände ausgedehnt wird, da die Entscheidungen in diesem Bereich stärker von langfristigen Aspekten und weniger von kurzfristigen Ausnutzen von Marktveränderungen geprägt sind.

Literaturverzeichnis

Allianz AG (2004): Geschäftsbericht 2003, München.

Baetge, J. / *Zülch,* H. (2001): Fair Value-Accounting. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 53, S. 543-562.

Ballwieser, W. / *Kuhner,* Ch. (1994): Rechnungslegungsvorschriften und wirtschaftliche Stabilität. Bergisch Gladbach.

Barckow, A. (2004): ED Fair Value Option – Der Entwurf des IASB zur Einschränkung der Fair Value-Option in IAS 39 (rev. 2003). „Die Wirtschaftsprüfung", Jg. 57, S. 793-798.

Bayrische Hypo- und Vereinsbank AG (2004): Finanzbericht 2003, München.

Bellavite-Hövermann, Y. / *Barckow,* A. (2002): IAS 39. Finanzinstrumente: Ansatz und Bewertung. In: Rechnungslegung nach International Accounting Standards (IAS). Hrsg. v. J. Baetge u. a., 2. Aufl., Stuttgart, IAS 39 Tz. 1-205.

Bieg, H. (1998): Die externe Rechnungslegung der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute. München.

Böcking H.-J. / *Sittmann-Haury,* C. (2003): Forderungsbewertung – Anschaffungskosten versus Fair Value. „Betriebs-Berater", Jg. 58, S. 195-200.

Breker, N. / *Gebhardt,* G. / *Pape,* J. (2000): Das Fair Value-Projekt für Finanzinstrumente – Stand der Erörterungen der Joint Working Group of Standard Setters im Juli 2000. „Die Wirtschaftsprüfung", Jg. 53, S. 729-744.

Commerzbank AG (2004): Geschäftsbericht 2003, Frankfurt.

Degenhardt, M. (2003): Zeitwertbilanzierung finanzieller Vermögenswerte von Versicherungsunternehmen nach IFRS. Köln.

Deutsche Bank AG (2004): Geschäftsbericht 2003, Frankfurt.

Eckes, B. / *Sittmann-Haury,* C. / *Weigel,* W. (2004): Neue Versionen von IAS 32 und IAS 39 (II): Kategorisierung und Bewertung von Finanzinstrumenten. „Die Bank", o. Jg., S. 176-180.

Gaumert, U. (1997): Eigenkapital-Management in deutschen Kreditinstituten. Berlin.

Graf-Tiedtke, B. (2003): Bankbilanzanalyse. In: Rechnungslegung für Banken nach IAS. Hrsg. v. E. Löw. Wiesbaden, S. 713-794.

Gruner-Schenk, P. (1995): Harmonisierung des Bankenaufsichtsrechts. Berlin.

Herzig, N. / *Mauritz,* P. (1998): Ökonomische Analyse einer bilanziellen Marktbewertungspflicht für originäre und derivative Finanzinstrumente. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 68, S. 335-361.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (1997): Zwischenbescheid zum Discussion Paper „Accounting for Financial Assets and Financial Liabilities" des International Accounting Standards Committee. „Fachnachrichten des Instituts der Wirtschaftsprüfer", o. Jg., S. 425-434.

Kahle, H. (2002): Informationsversorgung des Kapitalmarkts über internationale Rechnungslegungsstandards. „Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung", S. 95-107.

Kley, K.-L. (2001): Die Fair Value-Bilanzierung in der Rechnungslegung nach den International Accounting Standards (IAS). „Der Betrieb", Jg. 54, S. 2257-2262.

Krumnow, J. (1996): IAS-Rechnungslegung für Banken. „Die Bank", o. Jg., S. 396-403.

Löw, E. / *Schildbach,* St. (2004): Financial Instruments – Änderungen von IAS 39 aufgrund des Amendments Project des IASB. „Betriebs-Berater", Jg. 59, S. 875-882.

Mujkanovic, R. (2002): Fair Value im Financial Statement nach International Accounting Standards. Stuttgart.

Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft (2004): Geschäftsbericht 2003, München.

Pape, J. (2001): Financial Instruments: Standard der Joint Working Group of Standard Setters – Entwurf eines Rechnungslegungsstandards zur Zeitwertbilanzierung von Finanzinstrumenten. „Die Wirtschaftsprüfung", Jg. 54, S. 1458-1467.

Schildbach, T. (1998): Zeitwertbilanzierung in USA und nach IAS. „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 50, S. 580-592.

– (1999): Zeitbewertung, Gewinnkonzeptionen und Informationsgehalt – Stellungnahme zu „Financial Assets and Liabilities – Fair Value or Historical Cost?" „Die Wirtschaftsprüfung", Jg. 52, S. 177-185.

Siegel, T. (1998): Zeitwertbilanzierung für das deutsche Bilanzrecht? „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis", Jg. 50, S. 593-603.

Wagenhofer, A. (2003): Internationale Rechnungslegungsstandards – IAS/IFRS. 4. Aufl., Frankfurt, Wien.

Zülch, H. / *Lienau,* A. (2004): Die Bedeutung der Steuerabgrenzung für die Fair Value-Bilanzierung nicht-finanzieller Vermögenswerte nach den Rechnungslegungsvorschriften des IASB. „Die Wirtschaftsprüfung", Jg. 57, S. 565-576.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Makromärkte als Instrument der Absicherung gesamtwirtschaftlicher Risiken

Von Peter Rühmann

A. Einleitung

Bereits seit längerer Zeit hat Robert Shiller (1993, 2003) Vorstellungen entwickelt, wie Einkommens- und Vermögensrisiken besser als bisher abgesichert werden können. Hierzu tritt er für die Entwicklung sogenannter Makromärkte ein, auf denen neuartige Finanzprodukte diesem Ziel dienen sollen. Da die wissenschaftlichen Interessen von Karl Lohmann über das engere Fachgebiet der betrieblichen Finanzierung hinausgehen und ihm die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von Entwicklungen, die sich auf den Finanzmärkten vollziehen, stets wichtig gewesen sind, scheint mir eine ihm gewidmete Festschrift ein geeigneter Ort zur Auseinandersetzung mit Shillers Vorschlägen zu sein. Diese gehen über die Entwicklung von Makromärkten hinaus und beziehen sich beispielsweise auch auf neue Formen von Krediten an Private oder eine umgestaltete Einkommenssteuer.[1] Die hier folgenden Ausführungen konzentrieren sich aber auf die Rolle von Makromärkten im Zusammenhang mit der sogenannten Lebensstandard-Versicherung. Anschließend an eine knappe Charakterisierung der nur in den Grundzügen ausgearbeiteten Vorschläge wird die Frage gestellt, welche Auswirkungen die Einführung von Makromärkten in der gegenwärtigen Situation Deutschlands haben könnte. Ziel dieser Zuspitzung auf einen engen konkreten Zusammenhang ist es, die Vorzüge und Schwächen von Shillers Vorschlägen besser zu erfassen.

Für einen Arbeitnehmer bringt ein drohender Arbeitsplatzverlust im allgemeinen ein hohes Einkommensrisiko mit sich. Dieses Risiko hat nach Shiller in jüngerer Zeit an Bedeutung gewonnen.[2] Er geht davon aus, daß auf Grund technologischer Entwicklungen die Arbeitsplätze im Vergleich zu früher erheblich unsicherer geworden sind, wofür er insbesondere die verbesserten Kommunikationstechniken verantwortlich macht. So werden viele Dienstleistungen gegenüber Privaten wie Gesang oder Schauspiel nicht mehr in unmittelbarem Kontakt

[1] *Shiller* (2003), Teil 3.

[2] *Shiller* (2003), S. 80-105. Vgl. auch Economist (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

von Person zu Person erbracht, sondern unter Vermittlung von Medien wie Film, Radio, Fernsehen oder Internet. Derartige Dienstleistungen werden von immer weniger Personen erzeugt und dann mit Hilfe der Kommunikationstechnologie weltweit den Nutzern zur Verfügung gestellt. Auf diese Weise hat sich ein Konzentrationsprozeß vollzogen, der einigen wenigen immense Einkommen verschafft, während andere, mit einer vergleichbaren Qualifikation, aus ihrem bisherigen Arbeitsplatz verdrängt werden. Die von diesem „winner-takes-all-Effekt" Betroffenen müssen mit Einkommenseinbußen auf Grund von Arbeitslosigkeit und einer geringeren Bezahlung in einer neuen Beschäftigung rechnen, das heißt mit gewachsenen Einkommensrisiken auf Grund des technologischen Wandels. Hierin sieht Shiller einen Grund für einen gestiegenen Bedarf an wirksamer Sicherung des Lebensstandards. Unabhängig davon, inwieweit die hier genannten Gründe für zunehmende Einkommensrisiken allgemein zutreffen, gibt im Falle Deutschlands die schwächelnde Volkswirtschaft und, damit verbunden, die Krise der sozialen Sicherungssysteme hinreichend Anlaß, sich mit den Vorschläge von Shiller näher zu beschäftigen.

B. Lebensstandard-Versicherungen und Makromärkte

Unter den gegenwärtigen Bedingungen in Deutschland entsteht im allgemeinen für die abhängig Beschäftigten das größte Einkommensrisiko aus der drohenden Arbeitslosigkeit; es wird durch eine staatliche Arbeitslosenversicherung gemindert. Auch wenn diese Form des Einkommensrisikos von Shiller selbst nur indirekt behandelt wird,[3] soll es den folgenden Überlegungen zu Grunde gelegt werden, da nicht erkennbar ist, daß die Vorzüge oder Schwächen von Shillers Vorschlägen davon abhängen, aus welcher Quelle das Einkommensrisiko gespeist wird. Um sich gegen die wirtschaftlichen Folgen eines Arbeitsplatzverlustes abzusichern, stehen den Erwerbspersonen neben den Leistungen aus dem sozialen Netz auch andere Möglichkeiten zur Verfügung. Sie können ihre Einkommensquellen diversifizieren, eine private Arbeitslosenversicherung abschließen, gegebenenfalls auf eigenes Vermögen zurückgreifen oder in den Familienverbund zurückkehren. Allerdings sind diese anderen Möglichkeiten mit Nachteilen verbunden. Wegen des wirtschaftlichen Zwangs, der für die Spezialisierung auf eine einzige Art von Berufstätigkeit spricht, und den hohen Rüstkosten bei einem regelmäßigen Wechsel zwischen unterschiedlichen Arbeitsplätzen scheint eine sinnvolle Diversifizierung der Erwerbseinkommen für viele Arbeitnehmer in der Regel nicht möglich zu sein. Private Arbeitslosenversicherungen sind auch in denjenigen Ländern nicht üblich, in denen die soziale Sicherung gegen die Folgen von Arbeitslosigkeit kaum oder überhaupt nicht ent-

[3] *Shiller* (2003), S. 353-357.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wickelt ist. Dies läßt auf die Existenz beträchtlicher Marktunvollkommenheiten schließen. Im Falle einer asymmetrischen Information über personengebundene Entlassungsrisiken droht die Gefahr einer adversen Selektion. Dies erschwert die private Absicherung des Arbeitslosigkeitsrisikos,[4] da Arbeitnehmer mit geringen oder auch durchschnittlichen Risiken wenig attraktive Beitragssätze zu zahlen haben und sich deshalb kaum privat versichern werden. Nicht zuletzt besteht, wie allgemein bei einer Versicherung, das Problem des *Moral Hazard,* indem sich Arbeitgeber und Arbeitnehmer auf eine Entlassung zu Lasten der Versicherung einigen können. Während eine etwaige Rückkehr in den Familienverbund dem heutigen Leitbild des eigenverantwortlichen Individuums entgegensteht und damit auf starke Widerstände stoßen würde, scheinen für breite Arbeitnehmerschichten nur eingeschränkte Möglichkeiten zu bestehen, sich durch Vermögensbildung gegen einschneidende Einkommensausfälle zu sichern. Überdies sprechen US-amerikanische Erfahrungen dafür, daß dabei die vorhandenen Möglichkeiten zur Diversifizierung des Vermögens nur unvollkommen genutzt werden.[5] Alle diese Gründe legen es nahe, nach Möglichkeiten zu suchen, wie sich ein funktionsfähiges Sicherungssystem gegen Einkommensrisiken aus dem Arbeitsplatzrisiko einrichten und dauerhaft bewahren läßt.

Zunächst sollen die Grundvorstellungen Shillers behandelt werden, wie eine bessere Absicherung gegen Einkommensrisiken erreicht werden kann. Auf die nähere Ausgestaltung der von ihm vorgeschlagenen neuen Finanzprodukte wird anschließend eingegangen. Im Prinzip läuft die Sicherung darauf hinaus, daß diejenige Wirtschaftseinheit, die sich gegen Schwankungen ihrer Einnahmen absichern will, einen Anteil an dem ihr zufließenden Zahlungsstrom verkauft, das heißt Zahlungsverpflichtungen eingeht, die im Verhältnis zu ihren eigenen Einnahmen stehen. Wenn sie im Gegenzug Anteile an einem fremden Zahlungsstrom erwirbt, der weniger starken Schwankungen ausgesetzt ist als ihre eigenen, der Zahlungsverpflichtung zu Grunde liegenden Einnahmen, verstetigt sie im Gesamteffekt ihren Zahlungsstrom. Im Gegensatz zu Shiller, der an eine umfassende Nutzung der von ihm vorgeschlagenen Sicherungsinstrumente auch durch Einzelpersonen denkt, beschränken sich die hier folgenden Überlegungen auf den Fall einer Agentur, die Erwerbspersonen gegen das Risiko des Arbeitsplatzverlustes versichert und sich mit dieser Verpflichtung selbst Risiken ausgesetzt sieht, gegen die sie sich auf den Makromärkten absichern will.

Betrachtet wird eine Agentur, die einer Gruppe von Erwerbspersonen, sei diese regional oder sektoral abgegrenzt, den Versicherungsschutz anbietet. Die genaue Gestaltung von Versicherungsbeiträgen und Versicherungsleistungen (ob konstant oder einkommens- und beitragsabhängig) kann im vorliegenden Zusammenhang offen bleiben. Entscheidend ist, daß sich bei einem allgemeinen

[4] *Kotlikoff* (1987).
[5] *Poterba* (2004).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Rückgang der Arbeitseinkommen der Saldo aus Versicherungsbeiträgen und Versicherungsleistungen vermindert. Die originären Zahlungseingänge der Versicherungsagentur, das heißt die Zahlungseingänge aus dem Geschäft der Agentur mit den bei ihr Versicherten, schwanken dann im Saldo prozyklisch. Damit entsteht für die Agentur in Krisenzeiten ein Finanzierungsproblem; Anpassungsmaßnahmen sind erforderlich, sei es daß sich die Agentur verschuldet, vorhandenes Vermögen auflöst oder die originären Zahlungsströme ändert, indem sie Leistungen kürzt oder Beiträge erhöht. Prinzipiell weisen alle diese Anpassungsmaßnahmen Nachteile auf: Sie entwerten entweder den Versicherungsschutz (bei Leistungskürzungen), belasten die Beschäftigten zusätzlich gerade während eines Einkommensrückgangs (bei Beitragserhöhungen) oder können sich als kostspielig erweisen (bei einer Kreditaufnahme oder Vermögensveräußerung in Krisenzeiten). Bessere Möglichkeiten sind also gefragt. Diese können auf den neu zu entwickelnden Finanzmärkten zu finden sein, wenn sich die Vorstellungen Shillers als realisierbar erweisen sollten. Wie erläutert, bieten auf den Makromärkten die Versicherungsagenturen den Finanzanlegern Zahlungen an, die in Proportion zu ihren eigenen Einnahmen stehen und somit in Proportion zur Einkommensentwicklung der von ihnen Versicherten. Sie tauschen diese Zahlungsverpflichtungen gegen einen Zahlungsstrom ein, der geringere Schwankungen aufweist, im Zeitablauf vielleicht stabil ist oder im theoretischen Grenzfall die Schwankungen der originären Zahlungsströme zwischen Versicherungsagentur und Versicherten sogar kompensiert. Realistischer erscheint eine Vorstellung Shillers zu sein, daß nämlich die Versicherungsagenturen Ansprüche in Proportion zum Welteinkommen erwerben, das heißt den Anspruch auf einen Zahlungsstrom, der geringeren Schwankungen ausgesetzt ist als die regional oder sektoral abgegrenzten Einkommen der von ihnen versicherten Gruppe von Erwerbspersonen. Im Ergebnis würde dies dazu führen, daß der zusammengefaßte Zahlungsstrom der Versicherungsagenturen (aus dem originären mit den bei ihr Versicherten und aus dem abgeleiteten mit den Finanzanlegern) geringere Schwankungen aufweist als der originäre Zahlungsstrom selbst. Somit fielen in Folge von neu geschaffenen Finanzmärkten die erforderlichen Anpassungsmaßnahmen geringer aus als gegenwärtig. Es versteht sich, daß die Versicherungsagenturen für diesen Vorteil letztlich eine Versicherungsprämie zu zahlen haben, die den Finanzanlegern zufällt.

Der hier skizzierte Vorschlag wirft die Fragen auf, wie die neuartigen Finanzprodukte näher auszugestalten sind und wie die mit einem Versicherungsschutz generell verbundenen Anreizprobleme gelöst werden können. Mit beiden Fragen hat sich Shiller auseinandergesetzt. Er entwickelt mehrere Möglichkeiten zur Ausgestaltung der neuen Finanzprodukte und verweist auf erste, noch zaghafte Ansätze in diese Richtung.[6] Wie bereits erwähnt, bezieht er sich nicht

[6] Economist (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

speziell auf den hier ausgewählten Fall einer räumlich oder sektoral beschränkten Versicherungsagentur, sondern setzt sich zum Ziel, die Möglichkeiten neuer Finanzprodukte möglichst umfassend darzustellen. Hier soll nur ein erster und knapper Einblick in die Ausgestaltung neuer Finanzprodukte gegeben werden, soweit sie von der geschilderten Versicherungsagentur zur Minderung ihres Risikos genutzt werden können.

Shiller[7] unterscheidet im Grundsatz zwei Möglichkeiten zur langfristigen Absicherung (Hedging) von Einkommensströmen über Finanzmärkte. Einmal können die zur Absicherung verwendeten Wertpapiere regelmäßig anfallende Zahlungen entsprechend den (Kassa-)Kursen beziehungsweise Transaktionspreisen wichtiger Vermögensgegenstände verbriefen, zum anderen Zahlungen nach der Höhe bestimmter Einkommensströme, seien es sektorale, regionale oder weltweite Einkommensströme. Bei der ersten Variante ist entscheidend, daß die Werte der einbezogenen Vermögensgegenstände in ausreichendem Maß mit der sektoralen oder regionalen Einkommensentwicklung korreliert sind, soweit sie für die Einnahmenentwicklung der jeweiligen Versicherungsagentur relevant ist. Auch wenn derartige Vermögensgegenstände existieren sollten, kann sich die Erfassung ihrer Marktwerte als kostspielig erweisen. Deshalb favorisiert Shiller die zweite Variante.

Ansprüche auf Einkommensströme können in unterschiedlicher Weise an Finanzmärkten gehandelt werden. Zum einen können die Versicherungsagenturen Titel emittieren, die unbefristet Zahlungen entsprechend den für die jeweilige Versicherungsagentur abzusichernden Einnahmen verbriefen („perpetual claims").[8] Damit bietet die Versicherungsagentur einen im Zeitablauf schwankenden Zahlungsstrom an. Im Gegenzug kann sie den Verkaufserlös der von ihr emittierten Papiere für eine Anlage verwenden, die ihr im Vergleich zum eigenen Papier stabilere Zahlungseingänge bietet. Wie bereits erwähnt, denkt Shiller beispielsweise an Titel, deren Auszahlungen mit der Entwicklung des Welteinkommens verknüpft sind. Eine andere Form der Absicherung auf den Finanzmärkten kann durch die Ausgabe von Futures mit ewiger Laufzeit erfolgen („perpetual futures"),[9] deren Wert von der jeweils relevanten Einkommensentwicklung bestimmt wird. Ausgleichszahlungen sind fällig, sobald sich der Wert dieser Titel ändert. Dabei führt ein niedriger Wert tendenziell zu Zahlungen an die Versicherungsagentur, während bei einem hohen Wert Zahlungen in umgekehrter Richtung erfolgen. Ohne auf Einzelheiten einzugehen, soll hier nur angedeutet werden, wie sich derartige Titel zum Hedgen von Einkommensrisiken verwenden lassen. Wie bei der ersten Form, in der Ansprüche auf Einkommensströme gegen eine Einmalzahlung ausgegeben werden, weist der zusammenge-

[7] *Shiller* (1993), S. 32 f.; *Shiller* (2003), S. 176.

[8] *Shiller* (1993), S. 38-42.

[9] *Shiller* (1993), S. 42-46.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

faßte Zahlungsstrom im Vergleich zum originären geringere Schwankungen auf. Im Gegensatz zu dieser ersten Form entfällt aber die Notwendigkeit, den Verkaufserlös anzulegen. Damit vereinfacht sich die Geschäftstätigkeit der Versicherungsagentur. Allerdings bleibt bei beiden Formen zu berücksichtigen, daß die Einnahmen der Versicherungsagenturen sowohl durch die allgemeine Entwicklung der Erwerbseinkommen als auch durch die Zahl der Versicherten bestimmt werden. Der erste Effekt müßte sich in den Zahlungsreihen emittierter Wertpapiere niederschlagen, der zweite im Umlauf von Wertpapieren. Bei einer Realisierung der Vorschläge von Shiller müßten Methoden entwickelt werden, um diese Effekte voneinander zu trennen. Ein von Shiller ernst genommenes Problem stellt die Ermittlung der relevanten Einkommensindizes dar. Shiller entwickelt hierzu genauere Vorstellungen, auf die hier aber nicht eingegangen werden soll.[10] Es soll nur festgehalten werden, daß er die Möglichkeit optimistisch einschätzt, aussagekräftige Indizes für die hier skizzierten Zwecke zu finden.

C. Übertragbarkeit auf Deutschland

Mit der schwächelnden wirtschaftlichen Entwicklung und dem damit verbundenen starken Anstieg der Sockelarbeitslosigkeit ist das grundsätzlich auf dem Umlageverfahren beruhende deutsche Sozialversicherungssystem in finanzielle Schwierigkeiten geraten. Sinkende Leistungen und steigende Beitragssätze sind Folgen, die wiederum zu einer permanenten Auslagerung von Produktion und auch von Dienstleistungen insbesondere in die mittel- und osteuropäischen Länder sowie zu einem Ausweichen aus der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung beigetragen haben (erkennbar zum Beispiel am überdurchschnittlichen Anstieg der Schattenwirtschaft)[11]. Damit wird ein sich selbst verstärkender Rückkoppelungsprozeß ausgelöst, der in einen Teufelskreis münden kann. Dieser gefährdet nicht nur viele, zunehmend auch hochwertige Arbeitsplätze, sondern stellt auch die Überlebensfähigkeit der bestehenden Systeme der sozialen Sicherung in Frage. Es ergibt sich speziell in Deutschland ein Reformbedarf auch für das System der staatlichen Arbeitslosenversicherung. Allerdings ist zu beachten, daß die finanziellen Belastungen nicht nur auf Versicherungsleistungen, sondern auch auf Maßnahmen der aktiven Arbeitsmarktpolitik wie geförderte Weiterbildung, Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen, Lohnsubventionen sowie Mobilitätsbeihilfen zurückgehen und insoweit von einer Reform der eigentlichen Arbeitslosenversicherung unberührt bleiben würden.

[10] *Shiller* (1993), S. 126-200.

[11] *Schneider/Enste* (2000).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Richtet man den Blick über die nationalen Grenzen hinaus, dann ergeben sich im Zusammenhang mit der Europäischen Währungsunion Zweifel daran, daß die bestehenden nationalen sozialen Sicherungssysteme ohne grundlegende Reformen ihre Aufgaben erfüllen können. Schließlich behindert das Nebeneinander unterschiedlicher nationaler Systeme die grenzüberschreitende Integration der Arbeitsmärkte. Dies bereitet insbesondere innerhalb des Euro-Währungsgebiets Probleme. Zum einen wird die Freizügigkeit der Arbeitnehmer erschwert und damit eine der vier Grundfreiheiten des EG-Vertrags berührt. Zum anderen trägt eine unzureichende Mobilität der Arbeitskräfte tendenziell zu einer asymmetrischen Entwicklung zwischen den nationalen Arbeitsmärkten bei[12] und kann auf diese Weise auch die Akzeptanz der gemeinsamen Geldpolitik verringern. Auch mit Blick auf diese Zusammenhänge lohnt die Untersuchung der Frage, ob die Vorstellungen Shillers zur Überwindung der augenblicklichen Probleme beitragen können.

D. Kritische Würdigung

Zur Beurteilung des Vorschlags von Shiller soll zunächst die Frage behandelt werden, inwieweit die Probleme der adversen Selektion und des *Moral Hazard* beherrschbar erscheinen, ehe als zentrales Thema darauf eingegangen wird, welche Vor- und Nachteile er gegenüber dem heutigen System der Arbeitslosenversicherung aufweist. Wie bereits angesprochen, erschwert oder verhindert eine auf asymmetrischer Information beruhende adverse Selektion eine umfassende private Versicherung gegen die Folgen eines Arbeitsplatzverlustes. Letztlich lässt sich diesem Effekt nur durch einen Versicherungszwang für alle abhängig Beschäftigten begegnen. Eine derartige Regelung könnte in der Europäischen Union weiterhin auf nationaler Ebene oder, zumindest im Euro-Währungsgebiet, auch gemeinschaftlich gefunden werden.

Die Versuchung eines *Moral Hazard* besteht a) für die Versicherten (und ihre Arbeitgeber), b) für die Versicherungsagenturen und c) für die politischen Entscheidungsinstanzen.

Zu a) Wie bei anderen Versicherungen verringert eine Selbstbeteiligung grundsätzlich die Versuchung für die Versicherten, durch eigenes Verhalten die Wahrscheinlichkeit eines Arbeitsplatzverlustes zu erhöhen. Allerdings wirkt im vorliegenden Zusammenhang erschwerend, daß Arbeitslosigkeit Zeit freisetzt,

[12] Zu diesem Aspekt, der bei der Diskussion über den optimalen Währungsraum eine zentrale Rolle spielt, vgl. etwa *Jarchow/Rühmann* (2002), Abschnitt X.3. Die mögliche Bedeutung von Makromärkten für die EWU läßt sich auch unter dem Gesichtspunkt diskutieren, ob die Folgen asymmetrischer Schocks durch grenzüberschreitende Transferzahlungen gemildert werden können. Vgl. *Cornelius* (2000).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die auch für Schwarzarbeit verwendet werden kann. Deshalb ist unter Umständen Arbeitslosigkeit auch im Falle einer hohen Selbstbeteiligung finanziell vorteilhaft. Ein Mindestmaß an Kontrolle scheint deshalb unumgänglich zu sein, um das *Moral Hazard* Problem in Grenzen zu halten.

Zu b) Die Versicherungsagenturen haben kurzfristig ein Interesse, daß die für sie relevanten Einkommensindizes zu niedrig ausgewiesen werden. Sie haben dann im Augenblick Vorteile durch niedrigere Zahlungsverpflichtungen gegenüber den Finanzanlegern, auf Dauer müßten sie aber ungünstigere Bedingungen für die von ihr emittierten Wertpapiere in Kauf nehmen. Trotzdem ist nicht auszuschließen, daß die Agenturen kurzsichtig handeln und dieser Versuchung zur Verfälschung von Einkommensindizes nachgeben, wenn sie diese selbst erheben. Deshalb sollte dies ausgeschlossen werden. Wenn die Erhebung der Indizes durch Gebietskörperschaften geschieht, könnte dies allerdings Anlaß zu einem politischen *Moral Hazard* Problem geben.

Zu c) Staatliche Instanzen könnten ein Interesse daran haben, entweder die Arbeitslosigkeit nur nachlässig zu kontrollieren oder zu niedrige Einkommensindizes auszuweisen. Ersteres könnte geschehen, um den Versicherten (und den Arbeitgebern) entgegenzukommen. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß eine derartige Politik die Versicherungsagenturen in Schwierigkeiten bringen könnte, weil die Zahlungsströme auf den Finanzmärkten nicht unmittelbar von der Höhe der Arbeitslosigkeit abhängen, diese aber zu erhöhten Leistungen gegenüber den Versicherten führt. Deshalb besteht für eine Gebietskörperschaft die Versuchung, die regionalen oder sektoralen Einkommensindizes zu niedrig auszuweisen, um auf den Finanzmärkten die Zahlungsverpflichtungen der in ihrem Gebiet tätigen Versicherungsagenturen zu verringern. Wegen der längerfristig damit verbundenen Verschlechterung der Finanzmarkt-Konditionen für die betroffenen Versicherungsagenturen kann dies nur kurzfristig vorteilhaft sein. Um dem trotzdem bestehenden Problem des *Moral Hazard* zu begegnen, sollten, wie bereits angesprochen,

- die Einkommensindizes für sektoral oder räumlich bestimmte Gruppen von Arbeitnehmern zuverlässig ermittelt werden,
- ein Ausweichen in die Schattenwirtschaft wirksam versperrt werden.

In diesem Zusammenhang sind die wohl entscheidenden institutionellen Vorkehrungen, daß die Versicherungsagenturen unter einem Konkurrenzdruck stehen und daß die Indizes nicht von unmittelbar interessierten staatlichen Einheiten erhoben werden.

Wenn man davon ausgeht, daß durch geeignete Vorkehrungen die Probleme der adversen Selektion und des *Moral Hazard* beherrschbar erscheinen, bleibt die Frage zu klären, inwieweit die Einführung von Makromärkten geeignet ist, eine angemessene Absicherung des Einkommensrisikos bei Arbeitsplatzverlu-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sten zu unterstützen. Bei diesem Vorschlag tritt aus der Perspektive einer Versicherungsagentur ein Problem auf, wenn die Entwicklung der Arbeitslosigkeit nicht mit der Entwicklung des zu Grunde gelegten Einkommensindexes konform geht. Dann können weiterhin Anpassungsmaßnahmen zur Beeinflussung der Zahlungsströme erforderlich sein, allerdings in vermindertem Ausmaß. Ferner ist zu berücksichtigen, daß mögliche Divergenzen zwischen der Entwicklung von Arbeitslosigkeit und Einkommen nicht zuletzt von institutionellen Bedingungen wie der Ausgestaltung des sozialen Netzes oder der Kündigungsschutzregelungen abhängen. Falls sich die Vorschläge Shillers international durchsetzen, könnte ein Druck zur Angleichung dieser Institutionen entstehen.

Die bisherigen Überlegungen führten zum Ergebnis, daß die Vorschläge Shillers grundsätzlich realisierbar erscheinen. Vor allem in Ländern, in denen bisher eine Einkommensabsicherung im Falle von Arbeitslosigkeit nicht bestand, könnte sie einen Weg hierzu öffnen, weil sie marktwirtschaftliche Elemente beinhalten. Allerdings scheint zur Auflösung der adversen Selektion eine Form von Versicherungszwang unumgänglich. Im Falle Deutschlands ist die Lage aber anders. Hier besteht ein ausgebautes System der Arbeitslosenversicherung, das sich allerdings zusammen mit dem gesamten System der sozialen Sicherung in der Krise befindet. Diese äußert sich für die Versicherten in einer ungünstigen Perspektive, wenn sie die zu erwartenden Leistungen im Verhältnis zu den Beitragszahlungen betrachten. Eine nach den Vorstellungen von Shiller konzipierte Versicherung im nationalen Rahmen könnte beispielsweise Futures mit ewiger Laufzeit emittieren. Ungünstige Erwartungen bezüglich der künftigen Einnahmenentwicklung, die später die Zahlungsverpflichtungen aus diesen Papieren mindern, würden sich in den Veräußerungswerten für diese Titel niederschlagen, so daß die Versicherungsagentur im Gegenzug nur einen entsprechend verringerten Anspruch auf einen sicheren Zahlungsstrom erwerben könnte und damit den bei ihr Versicherten vergleichsweise schlechte Konditionen bieten müßte. Nach dieser Überlegung würden sich die ungünstigen Perspektiven für die in Deutschland Versicherten durch die Absicherung an den Finanzmärkten nicht grundsätzlich ändern, wenn die Arbeitslosenversicherung weiterhin auf nationaler Ebene organisiert wird. Allerdings würde sich die Einschätzung der Arbeitsmarktentwicklung durch die Finanzmärkte in den Konditionen bei der Emission niederschlagen und gegebenenfalls schon frühzeitig einen Reformbedarf signalisieren. Ob aus einer solchen Information Konsequenzen gezogen werden, hängt nicht zuletzt von der Ausgestaltung der Finanzmarkttitel ab. Wenn diese beispielsweise eine ewige Laufzeit haben, wie es den Vorstellungen Shillers entspricht, wird die von den Finanzmärkten ausgeübte Sanktionsfunktion nicht wirksam, erst eine Erneuerung der Titel in regelmäßigen Abständen würde sie in Kraft setzen. Wenn auch die Informations- und Sanktionsfunktion der Finanzmärkte insoweit positiv eingeschätzt werden kann, als sie frühzeitig erfolgt und dadurch rechtzeitiges Handeln unterstützt, so birgt sie doch die Gefahr von kurz- und mittelfristigen Übertreibungen in der Bewertung,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wie sie auf den Finanzmärkte grundsätzlich besteht. Shiller hat selbst auf dieses Problem hingewiesen.[13] Allerdings würde dessen Diskussion den Rahmen des vorliegenden Beitrags sprengen. Es soll hier aber auf diesen potentiellen Schwachpunkt in den Vorschlägen Shillers hingewiesen werden.

Auch wenn die Absicherung der Arbeitslosenversicherung durch die Finanzmärkte auf Grund der Signal- und Sanktionsfunktion grundsätzlich Vorteile aufweist, so ist damit das Problem mangelnder Kompatibilität der nationalen Sicherungssysteme innerhalb der Europäischen Union noch nicht gelöst. Hierzu könnte die Bildung von Versicherungsagenturen entsprechend den Vorstellungen Shillers beitragen. Durch die Möglichkeit, zur Absicherung ihrer eigenen Risiken auf die gleichen Finanzmarkttitel zurückgreifen zu können, besteht die Chance, daß sie untereinander in Konkurrenz treten. Damit diese wirksam werden kann, muß sichergestellt werden, daß die Versicherungsnehmer bei einem Wechsel der Versicherungsagentur keine prohibitiven Einbußen hinnehmen müssen. Ferner müßte einem Versicherungszwang der Arbeitnehmer ein Kontrahierungszwang für die Versicherungsagenturen gegenüberstehen, wie es in der deutschen Kfz-Haftpflicht-Versicherung geregelt ist. Schließlich ist die Möglichkeit eines schrittweisen Übergangs in Betracht zu ziehen. Insbesondere könnte zunächst Arbeitnehmern, die in einem anderen Mitgliedsland arbeiten, die Möglichkeit eingeräumt werden, nicht der nationalen Arbeitslosenversicherung beizutreten, sondern sich bei einer nach den Vorstellungen von Shiller arbeitenden Agentur gegen Arbeitslosigkeit zu versichern. Damit könnte das Problem des unabgestimmten Nebeneinanders nationaler Regelungen umgangen und erste Erfahrungen mit einem neuen System gewonnen werden.

E. Fazit

Faßt man die Überlegungen zusammen, kann folgendes festgehalten werden:

- Shillers Vorschläge erscheinen grundsätzlich realisierbar, müssen aber in vielem noch konkretisiert werden; dies bezieht sich auch auf die Probleme der adversen Selektion und des *Moral Hazard.*
- Ein wichtiger Vorteil liegt in der frühzeitigen Informations- und Sanktionsfunktion durch die Bewertung der künftigen Einkommensentwicklung seitens der Finanzmärkte; dem steht allerdings die Gefahr von vorübergehenden Übertreibungen in der Bewertung gegenüber.
- Die Realisierungschancen sind nur schwer zu beurteilen; dies spricht für eine Erprobungsphase, zum Beispiel für Arbeitnehmer, die in einem anderen Mitgliedsland der EU arbeiten; auf diese Weise könnte gleichzei-

[13] *Shiller* (2003), S. 38 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tig das schwer zu vereinbarende Nebeneinander unterschiedlicher nationaler Regelungen angegangen werden.

- Letztlich lohnt sich meines Erachtens der Versuch, den Vorschlag zur Bildung von Makromärkten näher zu prüfen. Seine Hauptchance liegt in der Möglichkeit, ein System der sozialen Sicherung gegenüber Arbeitslosigkeit in denjenigen Ländern einzuführen, die dieses nicht besitzen. Aber auch für Deutschland könnte die Einführung von Makromärkten sinnvoll sein, weil sich das deutsche System in der Krise befindet; marktorientierte Lösungsansätze könnten in einer derartigen Situation effizienter sein als politikbestimmte.

Literaturverzeichnis

Cornelius, P. (2000): Makro-Märkte und Risikomanagement in der Europäischen Währungsunion. In: Geldpolitik und Europäische Währungsunion. Hrsg. v. G. Engel / P. Rühmann. Göttingen.

Economist (2003): Economic focus: Risk management for the masses. March 22nd 2003.

Jarchow, H.- J. / *Rühmann* P. (2002): Monetäre Außenwirtschaft II. Internationale Währungspolitik. 5. Aufl., Göttingen.

Kotlikoff, L. J. (1987): Article „Social Security". The New Palgrave, Vol. 4, S. 413-418.

Poterba, J. (2004): CES Munich Lectures, CESifo Bulletin 14:1, S. 3.

Schneider, F. / *Enste*, D. H. (2000): Shadow Economies: Size, Causes, and Consequences. „Journal of Economic Literature", Vol. 38, S. 77-114.

Shiller, R. J. (1993): Macro Markets – Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks. Paperback edition 1998. Oxford / New York, Oxford University Press.

– (2003): The New Financial Order. Risk in the 21st Century. Princeton/Oxford, Princeton University Press. Dt. Übersetzung: Die neue Finanzordnung. Frankfurt/New York. Seitenverweise nach der dt. Übersetzung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bankbewertung und Bankcontrolling

Von Bernhard Schwetzler

A. Einführung

Karl Lohmann hat sich intensiv mit Problemen der Bankbetriebslehre auseinandergesetzt. Seine Arbeiten auf diesem Gebiet verbinden zum einen quantitative Modelle zur Abbildung und Bewertung von Zinsrisiken mit Modellen zur Risikosteuerung in Banken.[1] Auf der anderen Seite hat sich der Jubilar auch mit stärker bankbetrieblichen Fragestellungen, wie der Leistungsprogrammplanung von Banken oder der Wertpapieranlage beschäftigt.[2] Auch dieser Beitrag ist im (weit gefaßten) Bereich der Bankbetriebslehre angesiedelt: Er diskutiert Probleme und Methoden der Unternehmensbewertung von Banken. Das Thema ist aus mehreren Gründen interessant.

Die weltweite Konsolidierung des Bankensektors hat die Zahl und das Volumen der Transaktionen deutlich zunehmen lassen: Im Jahr 2001 gab es bei Banken und Sparkassen insgesamt 225 Transaktionen mit einem Volumen von zirka 40 Milliarden Dollar.[3] Der Konsolidierungsprozeß hat mittlerweile auch Deutschland erfaßt.

Es gibt einige wichtige konzeptionelle Unterschiede der Bewertung von Banken zur Bewertung von Industrieunternehmen, die es für Unternehmensbewerter ratsam erscheinen lassen, Anleihen bei der Bankbetriebslehre zu nehmen:[4] Bei Commercial Banks besteht die Passivseite zu großen Teilen aus Spareinlagen, was im Gegensatz zu Industrieunternehmen die Möglichkeit eröffnet, die günstigen Finanzierungskonditionen als wertgenerierenden Faktor zu nutzen. Liegt eine nicht-flache Zinsstruktur vor, dann stellt bei fristeninkongruenter Refinanzierung die Fristentransformation einen wichtigen Bestandteil der erzielten und gegebenenfalls künftig erzielbaren Überschüsse der Bank dar. Andererseits ist diese Ergebnisquelle auch spezifischen Zinsänderungsrisiken

---

[1] Z. B. *Lohmann* (1989); auch *Lohmann* (1995).

[2] *Lohmann* (1978); *Lohmann* (1970).

[3] *Gibbs* (2002), S. 1.

[4] Z. B. *Copeland/Koller/Murrin* (2001), S. 434 ff.; *Sonntag* (2001), S. 6. Vgl. auch die Beiträge von *Hering* und *Matschke/Witt* in diesem Band.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

durch nicht antizipierte Veränderungen der Zinsstruktur (zum Beispiel durch den Übergang von einer normalen zu einer inversen Zinsstruktur) ausgesetzt. Hier stellt sich also insbesondere die Frage nach der risikoadäquaten Bewertung der künftigen Fristentransformations-Ergebnisse.

Bei der Bewertung von Industrieunternehmen findet derzeit eine intensive Diskussion über die Eignung des Residualgewinnkonzeptes für die Unternehmensbewertung statt.[5] Als ein wichtiger Vorteil dieses Bewertungskonzeptes wird die enge Verbindung zu den Controlling-Ansätzen der wertgesteuerten Unternehmensführung propagiert. Es scheint besonders reizvoll, diese Idee auf die Unternehmensbewertung von Banken zu übertragen: Hier existieren seit längerem ausgefeilte Controlling-Konzepte, mit deren Hilfe die erzielten Übergewinne einer Bank erfaßt und einzelnen Teilbereichen der Bank bis hinunter zu einzelnen Kundengeschäften zugeordnet werden können.[6] *Sonntag* hat vor kurzem als erster den Vorschlag gemacht, Konzepte aus dem Bankcontrolling auch für die Unternehmensbewertung von Banken zu nutzen, um auf diesem Wege den oben angeführten Besonderheiten von Banken besser gerecht zu werden.[7]

B. Ansätze zur Unternehmensbewertung von Banken

I. Die Gesamtbewertung nach der DCF-Flow to Equity-Methode

Die einschlägige Literatur empfiehlt zur Bewertung von Banken regelmäßig die Anwendung des Equity-Ansatzes innerhalb der DCF-Methoden.[8] Die Ablehnung des ansonsten bevorzugten DCF-Entity-Modells begründet sich wiederum über die oben angeführten Besonderheiten von Banken: Da die Passivseite selbst werterhöhender Bestandteil des operativen Geschäftes ist, ist es schwierig, die entsprechenden Fremdkapitalkosten und den Marktwert der Einlagen zu bestimmen. Der Flow to Equity-Ansatz ist prima facie diesen Schwierigkeiten nicht ausgesetzt, weil dort Zinserträge und Zinsaufwendungen bereits gegeneinander aufgerechnet werden.[9]

---

[5] Grundlegend *Ohlson* (1995). Für die deutsche Diskussion z. B. *Coenenberg/Schultze* (2002).

[6] Grundlegend zur Marktzinsmethode *Schierenbeck* (2003); *Schierenbeck/Wiedemann* (1996).

[7] *Sonntag* (2001).

[8] Z. B. *Behm* (1995); *Kümmel* (1995); *Höhmann* (1998); *Hörter* (1998); *Becker* (1999); *Copeland/Koller/Murrin* (2001), S. 434 ff.; *Sonntag* (2001).

[9] Natürlich ist das Problem der Bewertung der Finanzierungsvorteile bei diesem Vorgehen nicht verschwunden. Es wird lediglich auf die Ebene der Eigenkapitalkosten als dem Diskontierungssatz dieser Vorteile verlagert. Hier allerdings besteht die Mög-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ausgangspunkt für die Projektion der künftigen Free Cash flows to Equity ist die Gewinn- und Verlustrechnung der betrachteten Bank. Für die Projektion der künftigen Zinsüberschüsse wird vorgeschlagen, die Planung differenziert nach Mengenkomponente (Volumen der künftigen Geschäfte) und nach Preiskomponente (Konditionen der künftigen Geschäfte) vorzunehmen.[10] Hier tritt ein besonderes Problem auf: Die meisten der von der Bank abgeschlossenen Kundengeschäfte weisen eine vertraglich fixierte oder anderweitig begrenzte Laufzeit auf. Unterstellt man, wie bei der Unternehmensbewertung üblich, eine unendliche Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens, dann erfordert die Schätzung der künftigen Zinsüberschüsse Annahmen bezüglich der Konditionen von Anschlußgeschäften, die nach dem Ablauf der derzeit geschlossenen Kundengeschäfte getätigt werden. Damit hat zum einen die Profitabilität künftig abzuschließender Kundengeschäfte Einfluß auf den aktuellen Wert der Bank. Zum zweiten bestimmt bei nicht-flacher Zinsstruktur und unterschiedlicher Laufzeit von Aktiv- und Passivgeschäften der Bank die Annahme bezüglich der Zinssätze der Anschlußgeschäfte auch den Umfang der künftigen Erfolge aus der Fristentransformation. Sie hat somit in jedem Fall erheblichen Einfluß auf die Höhe der künftigen Zinsüberschüsse. Die Gefahr bei Anwendung des Standard DCF Flow to Equity-Ansatzes ist, daß die Annahme des Bewerters bezüglich der Konditionen der Anschlußgeschäfte im Rahmen der Bewertung nicht transparent gemacht wird. Eine „bloße" Projektion von Free Cash flows durch die Gegenüberstellung künftiger Zinserträge und Zinsaufwendungen läßt den Umfang der von der Bank betriebenen Fristentransformation und die ihr zugeordneten Erfolge nicht deutlich werden.

II. Die getrennte Bewertung der unterschiedlichen Geschäftsbereiche

Einer der zentralen Unterschiede zu Unternehmen aus dem produzierenden Gewerbe ist die Fähigkeit der Bank, bei nicht-flacher Zinsstruktur durch die Wahl unterschiedlicher Laufzeiten der Aktiv- und der Passivgeschäfte Erfolge aus der Fristentransformation zu erzielen. Um diese Fristentransformationsergebnisse bei der Bewertung der Bank zu isolieren, wird in der Literatur zum Teil vorgeschlagen, die Bank in drei verschiedene Bestandteile aufzuteilen und diese separat zu bewerten:[11]

---

lichkeit, über die Anwendung des CAPM und des Beta-Faktors der zu bewertenden Bank auf Kapitalmarktdaten zurückzugreifen, was den Bewerter der theoretischen Klärung der Frage nach der korrekten Bewertung dieser Finanzierungsvorteile enthebt.

[10] Z. B. *Kümmel* (1995), S. 65.

[11] *Copeland/Koller/Murrin* (2001), S. 438 ff. Vgl. auch *Behm* (1995) S. 73 u. 83; *Sonntag* (2001), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- Die „Kreditbank" („wholesale bank"), die auf der Aktivseite die an die Kunden ausgereichten Kredite ausweist und sich auf der Passivseite bei der „Treasury Bank" zu Marktkonditionen refinanziert.
- Die „Einlagenbank" („retail bank"), die die Finanzierung der Bank durch die Kundeneinlagen abbildet und die dort hereingeholten Mittel zu Marktkonditionen bei der „Treasury Bank" anlegt.
- Die „Treasury Bank", die die Zahlungsflüsse zwischen der Kreditbank und der Einlagenbank koordiniert und die die künftigen Ergebnisse aus der Fristentransformation und deren Wert erfaßt.

In dieser Darstellung wird der Geschäftsbereich „Treasury" als eigenständiges Institut abgebildet, das die Koordination zwischen dem Aktiv- und Passivgeschäft der Bank übernimmt, indem es die von der Einlagenbank hereingeholten Spareinlagen übernimmt und an die Kreditbank zur Finanzierung der ausgereichten Kundenkredite weitereicht. Copeland/Koller/Murrin (CKM) verweisen in ihrem Beispiel auf die erforderliche Fristenkongruenz der Gegenfinanzierung der beiden Marktbereiche. Auf diese Weise wird der gesamte Erfolg aus einer Fristentransformation in den Bereich der Treasury Bank verlagert.[12] Zugleich sind damit auch alle Zinsänderungsrisiken, die sich aus nicht antizipierten Veränderungen der Zinsstruktur für die Bank ergeben können, in diesen Bereich projiziert.

CKM lassen in ihrer Darstellung die Frage nach der Wertermittlung für die drei verschiedenen Bereiche offen. Das fortgeführte Beispiel bezieht sich dann auf die „externe" Bewertung einer Bank mit Hilfe eines DCF Flow to Equity-Modells. Das entspricht auch dem Stand der einschlägigen Literatur (mit einer noch zu diskutierenden Ausnahme): die Bewertung der Bank wird auf der Basis der Flow to Equity-Ansatzes ohne Differenzierung der drei unterschiedlichen Bereiche durchgeführt.[13]

C. Bankcontrolling und Unternehmensbewertung von Banken

I. Grundlagen des Bankcontrolling

Die oben dargestellte Idee, bei der Bewertung der Bank die beiden Marktbereiche vom Treasury-Bereich zu trennen und damit die (künftigen) Erfolge der Bank aus der Fristentransformation getrennt auszuweisen, ist in der Literatur

[12] *Copeland/Koller/Murrin* (2001), S. 439. Die Autoren verweisen ebenfalls auf die Probleme, die Zinsbindungsdauer bzw. die Laufzeit der Kundeneinlagen zu bestimmen.

[13] *Copeland/Koller/Murrin* (2001), S. 440 ff.; *Kümmel* (1995), S. 65; *Miller* (1995), S. 193 f.; *Höhmann* (1998), S. 128.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zum Bankcontrolling mit Bezug auf den tatsächlich realisierten Erfolg seit längerem bekannt. Im Rahmen der sogenannten Marktzinsmethode wird der erzielte Erfolg der Bank in die Erfolgskomponenten der beiden Marktbereiche Aktiv- und Passivgeschäft der Bank (Konditionenbeitrag) einerseits und diejenige des Treasury-Erfolges andererseits aufgespalten.[14] Die Ermittlung des erzielten Erfolges im Aktiv- und Passivgeschäft erfolgt unter der Prämisse der fristenkongruenten Gegenfinanzierung als Barwert der künftigen Zahlungen aus dem Kundengeschäft.[15] Im Zeitpunkt des Abschlusses des Marktgeschäftes (Ausreichung des Kredites beziehungsweise Hereinnahme der Einlage) kann auf der Basis dieser Prämisse der Nettokapitalwert („Konditionenbeitragsmarktwert") jedes einzelnen Kundengeschäftes auf der Basis der aktuellen laufzeitäquivalenten Marktzinssätze ermittelt und somit dessen finanzielle Vorteilhaftigkeit geprüft werden. Nach der Realisierung eines Kundengeschäftes bietet das Konzept verschiedene Möglichkeiten der zeitlichen Verteilung des Nettokapitalwertes über die Laufzeit des Kundengeschäftes an.[16] Da die zeitlich verteilten Nettokapitalwerte aus der Marktzinsmethode letztlich künftige Residualgewinne der Bank bezogen auf das einzelne Kundengeschäft darstellen, bietet sich die Möglichkeit, analog zur aktuellen Diskussion bei der Bewertung von Industrieunternehmen die Konzepte aus dem Bankcontrolling auch zur Unternehmensbewertung der Bank auf Basis dieser Residualgewinne einzusetzen. Auf diese Möglichkeit hat vor kurzem als erster *Sonntag* hingewiesen.[17] Das von *Sonntag* entwickelte Konzept bietet die Möglichkeit der getrennten Bewertung der drei unterschiedlichen Bereiche der Bank und soll daher im folgenden näher erläutert werden.

II. Bankcontrolling in den Marktbereichen

Im Rahmen der „Marktzinsmethode" hat die einschlägige Literatur ein umfangreiches Instrumentarium zur Ermittlung des Nettokapitalwertes unterschiedlicher Bankprodukte entwickelt.[18] Nach dem Prinzip der fristenkongruenten Gegenfinanzierung wird der Nettokapitalwert einzelner Kundengeschäfte (der Konditionenbeitragsmarktwert) unter Nutzung der aktuellen laufzeitäquivalenten Geld- und Kapitalmarktzinssätze ermittelt. Für Kundengeschäfte mit festgelegter Laufzeit und fixierter Zinsbindungsdauer ist die Berechnung des Nettokapitalwertes als Differenz zwischen dem Barwert des Geschäftes, ermittelt mit

---

[14] Vgl. *Schierenbeck* (2003), S. 70 ff.; *Schierenbeck/Wiedemann* (1996), S. 10 ff.

[15] *Schierenbeck* (2003), S. 158; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* (2004), S. 632 ff.

[16] *Schierenbeck* (2003), S. 174 ff.

[17] *Sonntag* (2001), S. 12.

[18] *Schierenbeck* (2003), S. 158 ff.; *Schierenbeck/Wiedemann* (1996), S. 94 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hilfe der aktuellen Spot Rates, und dem ausgereichten beziehungsweise hereingenommenen Betrag problemlos möglich. Für Kundengeschäfte des Aktivbereiches gilt:

$$(1) \qquad NPV_0^{Akt} = V_0^{Akt} - A_0 = \sum_{t=1}^{n} X_t^{Akt} \left(1+{}_0r_t\right)^{-t} - A_0$$

Dabei bezeichnet

NPV_0^{Akt}	den Nettokapitalwert aus dem Aktiv-Kundengeschäft in t=0,
V_0^{Akt}	den Barwert der Zahlungen aus dem Aktiv-Kundengeschäft in t=0
X_t^{Akt}	die Einzahlung der Bank aus dem Aktiv-Kundengeschäft in Zeitpunkt t,
A_0	die Auszahlung der Bank in Zeitpunkt t=0,
${}_0r_t$	die Spot Rate in Zeitpunkt t=0 über eine Laufzeit von t Perioden.

Für die Kundengeschäfte des Passivbereiches gilt analog:

$$(2) \qquad NPV_0^{Pass} = Einz_0 - V_0^{Pass} = Einz_0 - \sum_{t=1}^{n} X_t^{Pass} \left(1+{}_0r_t\right)^{-t}$$

Hier sind

NPV_0^{Pass}	der Nettokapitalwert aus dem Passiv-Kundengeschäft in t=0,
V_0^{Pass}	den Barwert der Zahlungen aus dem Aktiv-Kundengeschäft in t=0
X_t^{Pass}	die Auszahlung der Bank aus dem Passiv-Kundengeschäft in Zeitpunkt t,
$Einz_0$	die Einzahlung der Bank in Zeitpunkt t=0

Bei Kundenprodukten mit unsicherer Laufzeit und/oder unsicherer Zinsbindungsdauer sind Anpassungen des Modells, zum Beispiel durch bestimmte Ablauffiktionen, erforderlich.[19]

Neben der Prüfung der Vorteilhaftigkeit eines Kundengeschäftes im Zeitpunkt der Ausreichung bieten die Ansätze des Bankcontrolling verschiedene Möglichkeiten der zeitlichen Verteilung des finanziellen Vorteils auf die Laufzeit des Kundengeschäftes an. Der Bezug zu den Performancemessungs-Konzepten auf der Basis des Residualgewinns ist dabei offensichtlich: Auch

[19] *Schierenbeck/Wiedemann* (1996) S. 179 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dort stellt sich das Problem, den finanziellen Vorteil aus einer werterhöhenden Investitionsentscheidung zeitlich auf die Lebensdauer des Investitionsprojektes zu verteilen. Der periodisierte Nettokapitalwert entspricht somit als periodischer Konditionenbeitrag dem Residualgewinn eines einzelnen Kundengeschäftes. Ein spezielles Problem im Bankcontrolling ist, daß wegen des leichten Zugangs der Bank zu Geld- und Kapitalmärkten und der guten Vorhersehbarkeit der Zahlungen aus dem Kundengeschäft nach dessen Abschluß nahezu unbegrenzte Möglichkeiten bestehen, eine spezifische zeitliche Verteilung des Nettokapitalwertes herzustellen. Schierenbeck differenziert zum Beispiel zwischen annuitätischen, „rückflußproportionalen", „margenkonstanten" Verrentungskonzeptionen einerseits und der sogenannten treasury-konformen Margenkalkulation andererseits.[20] Die ausgewiesenen und dem Marktbereich zugewiesenen Erfolge von bereits abgeschlossenen Kundengeschäften entsprechen den „vereinnahmten" Konditionenbeiträgen und sind somit auch von der gewählten Verrentungskonzeption abhängig.

III. Bankcontrolling im Treasury-Bereich

Eine zentrale Aufgabe des Bankcontrolling ist die Isolierung und der getrennte Ausweis des erzielten Erfolges aus der Fristentransformation.[21] Im Rahmen des sogenannten Barwertkalküls wird das erzielte Fristentransformationsergebnis in Periode z als Differenz zwischen dem Barwert der von der Bank eingegangenen offenen Position und dem Barwert einer Benchmark, die zur Schließung der offenen Position geeignet ist, ermittelt:

$$(3) \qquad TE_z = \underbrace{\sum_{t=z+1}^{n} X_t \left(1+{}_z r_t\right)^{-(t-z)}}_{\text{Wert offene Position}} - \underbrace{\sum_{t=z+1}^{n} X_t \left(1+{}_z f_t^0\right)^{-(t-z)}}_{\text{Wert Benchmark}}$$

Dabei ist

TE_z	das erzielte Treasury-Ergebnis in Periode z
${}_z f_t^0$	die Forward Rate zwischen den Zeitpunkten z und t basierend auf der Zinsstruktur im Zeitpunkt des Eingehens der offenen Position 0.

[20] Zur Beurteilung der verschiedenen Verrentungskonzeptionen vgl. *Schierenbeck* (2003), S. 188 ff.

[21] *Schierenbeck* (2003), S. 194 ff.; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* (2004), S. 637 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Wert der offenen Position wird auf der Basis der tatsächlich eingetretenen Zinsstruktur mit den Spot Rates ${}_zr_t$ berechnet. Der Wert der Benchmark entspricht dem Barwert der offenen Position, ermittelt auf der Basis der Forward Rates im Zeitpunkt des Eingehens der offenen Position t=0. Die Benchmark verkörpert somit den Wert der entsprechenden Position, wenn das Management sich sofort zur fristenkongruenten Gegenfinanzierung entschlossen und auf die Fristentransformation in t=0 verzichtet hätte. Die Differenz zwischen dem Barwert der offenen Position und dem Wert der Benchmark ist als erzielter Erfolg aus der Fristentransformation derjenige Betrag, der bei heutiger sofortiger Schließung der offenen Position sofort entnommen werden könnte beziehungsweise zur Schließung der Position einzuschießen ist. Entschließt sich das Bankmanagement, die entsprechende Position weiterhin offen zu lassen, hat diese erneute Fristentransformationsentscheidung in Verbindung mit der dann realisierten Zinsstruktur wiederum Konsequenzen auf das Treasury-Ergebnis der kommenden Periode. Im Rahmen dieses Beitrages soll insbesondere geprüft werden, ob das hier für die ex post-Erfolgsmessung verwendete Instrument auch zur Projektion zukünftiger Treasury-Ergebnisse im Rahmen der Unternehmensbewertung geeignet ist.

D. Unternehmensbewertung von Banken und Bankcontrolling

I. Der Wertbeitrag des Altgeschäftes der beiden Marktbereiche

Einer der Schwerpunkte der Bankcontrolling-Konzepte ist die Aufspaltung des erzielten Bankergebnisses: der Konditionenbeitrag eines Kundengeschäftes soll als der Erfolg einer vergangenen Entscheidung der Marktbereiche der Bank vom Fristentransformationsergebnis als dem Erfolg einer getroffenen Fristentransformationsentscheidung und der gegebenenfalls inzwischen eingetretenen Veränderung der Marktzinssätze getrennt werden. Das ist wichtig, weil man den erzielten Erfolg verursachungsgerecht den Marktbereichen des Aktiv- und Passivgeschäftes (Konditionenbeitrag) und dem Zentralbereich der Fristentransformationssteuerung (Treasury-Ergebnis) zuordnen möchte.

Für die Unternehmensbewertung und die damit verbundene Ermittlung des aktuellen Wertes der Kunden-Altgeschäfte ist diese Aufspaltung des *bereits erzielten* Ergebnisses eher von untergeordneter Bedeutung. Wichtig ist hier die korrekte Abbildung des *gesamten Effektes* der in der Vergangenheit getroffenen Kunden- und Fristentransformationsentscheidungen auf den aktuellen Wert der Bank. Dieser Effekt wird bereits über die Ermittlung des Barwertes aller derzeit ausstehenden Kundengeschäfte auf der Basis der aktuellen Marktzinssätze vollständig und richtig erfaßt. Der Wert des gesamten aktuellen Aktiv-(Alt-)Geschäftes ist dann

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$V_t^{Akt,alt} = \sum_{s=1}^{n} X_s^{Akt} \left(1+{}_t r_s\right)^{-s} , \tag{4}$$

derjenige des aktuellen Passiv-(Alt-)Geschäftes

$$V_t^{Pass,alt} = \sum_{s=1}^{n} X_s^{Pass} \left(1+{}_t r_s\right)^{-s} \tag{5}$$

Prinzipiell wäre die Bewertung des Altgeschäftes auch unter Nutzung der Bankcontrolling-Instrumente möglich. Dazu könnte man zum einen den Effekt einer gegebenenfalls eingetretenen Veränderung der Marktzinssätze in Kombination mit der getroffenen Fristentransformationsentscheidung isolieren und als erzieltes Treasury-Ergebnis auf den Wert der Bank zu Beginn der Periode schlagen. Zum anderen könnte man versuchen, den Wert der Kunden-Altgeschäfte über deren noch ausstehende Konditionenbeiträge zu berechnen.

Für die Bewertung des Altgeschäftes ist der zusätzliche Nutzen der Bankcontrolling-Instrumente für die Unternehmensbewertung allerdings überschaubar: Sie erlauben die Trennung der bereits eingetretenen Wertänderung in zwei Komponenten und die Isolierung der Wirkung von eingetretenen Zinsänderungen auf den Unternehmenswert. Für die korrekte Messung und ursachengerechte Zuordnung des Periodenerfolges ist diese Differenzierung wichtig: Durch Zinsänderungen ausgelöste Erhöhungen des Marktwertes sind nicht notwendigerweise gleichbedeutend mit höherem Reichtum der Anteilseigner, so daß man diesen Effekt eventuell aus der Erfolgsmessung eliminieren möchte.[22] Für die Ermittlung des aktuellen Unternehmenswertes ist diese Differenzierung jedoch eher unbedeutend: Worauf es ankommt ist die korrekte Quantifizierung des Effektes eingetretener Zinsänderungen und diese ist bei der „einfachen" Bewertung über die Ermittlung des Barwertes der ausstehenden Zahlungen mit Hilfe der aktuellen Marktzinssätze gewährleistet. Auch entscheidungslogisch ist kein besonderer Grund für die Relevanz des isolierten Ausweises von Werteffekten bereits eingetretener Zinsänderungen ersichtlich: Sowohl die getroffene Fristentransformationsentscheidung als auch die eingetretene Zinsänderung sind nicht mehr Bestandteil des Entscheidungsfeldes des Bankmanagements. Der Vorteil von Nutzung der Bankcontrolling-Instrumente für Bewertungszwecke ist hier also recht gering.

Das gilt damit auch für den noch weiter gehenden Vorschlag von *Strutz*, der den Wert der Marktbereiche auf der Basis der zukünftigen Konditionenbeiträge der Kundengeschäfte ermitteln möchte:[23] In diesem Fall müßte zusätzlich die Wirkung der eingetretenen Zinsänderung auf die verrenteten Nettokapitalwerte

[22] *Schwetzler* (1996), S. 1097.
[23] *Strutz* (1993), S. 88.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(die wegen der der Marktzinsmethode zugrundelegenden Fiktion der fristenkongruenten Gegenfinanzierung nicht identisch sind mit den tatsächlichen Zahlungsstrukturen) aus dem Kalkül eliminiert werden. Der Aufwand der Nutzung der Bankcontrolling-Instrumente für die Unternehmensbewertung würde sich dadurch noch weiter erhöhen.

II. Die Bewertung des Neugeschäftes der Marktbereiche

Der Wert einer Bank leitet sich natürlich nicht nur aus den Zahlungen der derzeit laufenden, in der Vergangenheit abgeschlossenen Kundengeschäfte ab. Weil die Begründung für die Existenz von Banken regelmäßig in komparativen Vorteilen bei der Bereitstellung und Abwicklung von Finanzkontrakten besteht,[24] wird man im Rahmen der Unternehmensbewertung davon ausgehen, daß es der betrachteten Bank auch in Zukunft gelingen wird, finanziell vorteilhafte Finanzkontrakte mit seinen Kunden abzuschließen. Die finanziellen Vorteile aus den entsprechenden Neugeschäften stellen deshalb einen signifikanten Beitrag zum Wert einer Bank dar.

In der einschlägigen Literatur wird nicht differenziert zwischen Alt- und Neu-Kundengeschäften; es wird vorgeschlagen, die allgemeine Planung differenziert nach der Mengenkomponente (dem Volumen der Kundengeschäfte) und der Wertkomponente (den Konditionen der Kundengeschäfte) vorzunehmen.[25] Beide Komponenten sind von externen Faktoren, wie der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung oder Veränderungen des Zinsniveaus oder der Zinsstruktur abhängig und somit unsicher. Für eine interne Bewertung wird man sich auf in der Vergangenheit gemachte Erfahrungen bezüglich der Auswirkungen der genannten Einflußgrößen auf das Volumen und die Konditionen der Kundengeschäfte stützen können. Im einfachsten Fall kann man annehmen, daß die betreffende Bank in der Lage ist, ihre derzeit ausstehenden Kundengeschäfte zu gleichen Bedingungen (Konditionen, Laufzeit) zu erneuern. Verbindet man diese Annahme mit derjenigen der unendlichen Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens, kann man die zeitliche Abfolge der künftigen Kundengeschäfte abbilden.

Auf der Aktivseite wird im Beispiel der Abbildung 1 nach Ablauf der derzeit verbleibenden Restlaufzeit (in Abbildung 1: 3 Jahre) der ausstehende Kredit in gleichem Volumen wiederum um die unveränderte Gesamt-Laufzeit (in Abbildung 1: 4 Jahre) verlängert. Die Einlagen auf der Passivseite der Bank werden ebenfalls nach Ablauf der aktuellen Restlaufzeit von 1 Jahr um die jeweilige Gesamtlaufzeit, hier 2 Jahre, prolongiert.

---

[24] Z. B. *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* (2004), S. 114 ff.

[25] Z. B. *Kümmel* (1995), S. 65.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

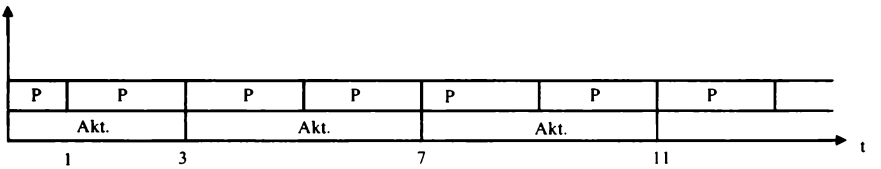


Abbildung 1: Zeitliche Entwicklung Kundengeschäfte

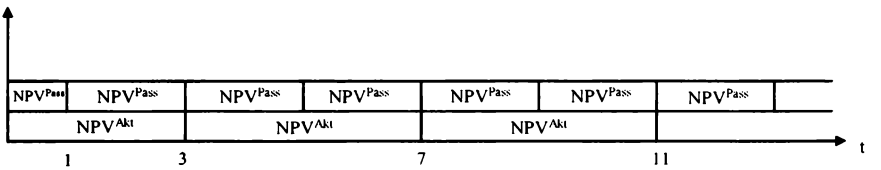


Abbildung 2: Nettokapitalwerte künftiger Kundengeschäfte

Für die Bewertung des Neu-Kundengeschäftes können die Instrumente des Bankcontrolling gute Dienste leisten: Der Wertzuwachs künftiger Neugeschäfte könnte mit Hilfe ihrer Netto-Kapitalwerte (Konditionenbeitragsmarktwerte) im Zeitpunkt ihres Abschlusses abgebildet werden. Diese Nettokapitalwerte werden wiederum unter der Prämisse der fristenkongruenten Gegenfinanzierung berechnet. Sie werden somit von den projizierten künftigen Kundenkonditionen (Zinssätzen) und über die fristenkongruente Gegenfinanzierung auch von den dann geltenden Marktzinssätzen abhängen. Letztere könnte man zumindest für die nähere Zukunft durch die in der aktuellen Zinsstruktur des Bewertungszeitpunktes enthaltenen Forward Rates approximieren. Für die Prognose der (von den künftig angenommenen Marktzinssätzen über das Zinsniveau abhängigen) Kundenkonditionen kann zumindest der interne Bewerter auf die aus Vergangenheitsdaten gewonnenen Zusammenhänge zwischen Zinsniveau und Kunden-Konditionen für die unterschiedlichen Kundengeschäfte der Bank zurückgreifen. Für den einfachsten Fall kann der Bewerter für die Anschlußgeschäfte die gleichen Nettokapitalwerte unterstellen wie für die derzeit laufenden Kundenverträge in deren Abschlußzeitpunkt. Der Werteffekt der Neugeschäfte läßt sich dann als eine Abfolge von Nettokapitalwerten der verschiedenen Kundengeschäfte der Bank mit einer Laufzeit bis $t = \infty$ abbilden (Abbildung 2).

Mit der Projektion der Nettokapitalwerte der Kundengeschäfte ist zunächst die Wertkomponente vorgegeben. Die Mengenkomponente ist im vorliegenden Beispiel durch die Annahme der Prolongation bestehender Kundengeschäfte fixiert: Sowohl das Aktiv- als auch das Passivvolumen bleibt dauerhaft konstant.[26] Für die Ermittlung des gesamten Beitrages der Neugeschäfte zum Wert

[26] Der Fall wachsender Volumina wird weiter unten behandelt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Bank ist schließlich die Frage nach dem Diskontierungssatz der künftigen Wertzuwächse zu beantworten. Die Berechnung des Nettokapitalwertes des Kundengeschäftes für den Zeitpunkt seines Abschlusses erfolgt unter der Annahme der vollständigen fristenkongruenten Gegenfinanzierung auf der Basis der unterstellten laufzeitäquivalenten Spot Rates. Gelingt der Bank der Abschluß des entsprechenden Geschäftes, ist der Nettokapitalwert im Abschlußzeitpunkt damit quasi sicher.[27] Für künftige Kundengeschäfte sind hingegen sowohl das Volumen als auch die Kundenkonditionen und die Zinssätze der Gegenfinanzierung unsicher. Weitere Unsicherheitsfaktoren betreffen technologische Veränderungen oder Veränderungen des regulatorischen Umfeldes; beide können die Wettbewerbvorteile der Bank und damit ihre Fähigkeit, positive Nettokapitalwerte aus Kundengeschäften zu erzielen, nachhaltig beeinflussen. Alle genannten Unsicherheitsfaktoren lassen sich unter die Rubrik „Geschäftsrisiko der Bank" einordnen; deshalb könnte man als Diskontierungszinsfuß der künftigen Nettokapitalwerte die risikoäquivalenten Eigenkapitalkosten der Bank verwenden. In der einschlägigen Literatur wird regelmäßig auf das CAPM verwiesen.[28] Möglich wären auch unterschiedliche risikoäquivalente Diskontierungssätze für die Aktiv- und Passivgeschäfte, wenn das Risiko des Zustandekommens der Anschlußgeschäfte sich unterscheidet.[29]

Für den einfachen „Rentenfall" des konstanten Aktiv- und Passivgeschäftsvolumens ist dann zuerst der Nettokapitalwert eines Anschlußgeschäftes mit Hilfe der Eigenkapitalkosten der Bank über dessen Laufzeit zu verrenten und anschließend der Barwert der gesamten verrenteten Nettokapitalwerte der Aktiv- und Passivgeschäfte zu ermittelt. Für den Beitrag des Aktiv-Neugeschäftes zum aktuellen Unternehmenswert der Bank gilt dann:

$$(6) \qquad V_0^{Akt,Neu} = \frac{NPV_t^{Akt} \cdot AF_{k^F}^{m}}{k^F}\left(1+k^F\right)^{-s}$$

Dabei bezeichnet

NPV_t^{Akt} den Nettokapitalwert der Aktivgeschäfte im Zeitpunkt ihres Abschlusses t,

[27] Ggf. vorhandene Ausfallrisiken im Kreditgeschäft könnte man für künftige, noch nicht ausgereichte Kredite durch entsprechende Risikokosten in die Berechnung des Nettokapitalwertes integrieren.

[28] *Behm* (1994), S. 160; *Höhmann* (1998), S. 57 f.; *Hörter* (1998), S. 73.

[29] Die Risiken des abgeschlossenen Geschäftes selbst werden über die Diskontierungssätze für die Zahlungen erfaßt und so in die Ermittlung des Nettokapitalwertes integriert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

k^F die risikoäquivalenten Eigenkapitalkosten der Bank,

$AF^m_{k^F}$ den Annuitätenfaktor über m Jahre Laufzeit des künftigen Aktivgeschäftes.

Mit Hilfe der Verrentung des Nettokapitalwertes wird eine unendliche Zahlungsreihe in Höhe von $NPV^{Akt} \cdot AF^m_{k^F}$ erzeugt, deren Barwert mit Hilfe der Eigenkapitalkosten der Bank k^F ermittelt und über die verbleibenden s Jahre Restlaufzeit des aktuellen Aktiv-Altgeschäftes auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst wird.

Für den aktuellen Wert des Passiv-Neugeschäftes gilt analog:

$$V_0^{Pass,Neu} = \frac{NPV_t^{Pass} \cdot AF^n_{k^F}}{k^F}\left(1 + k^F\right)^{-r} \tag{7}$$

Hier bezeichnet n die Gesamtlaufzeit des Passiv-Kundengeschäftes und r die verbleibende Restlaufzeit des derzeitigen Passiv-Altgeschäftes der Bank.

Der Wert der Kunden-Neugeschäfte wird entscheidend von der zugrundeliegenden Wachstumsannahme beeinflußt. Für die Mengenkomponente könnte Wachstum in diesem einfachen Modell durch die Anwendung von Wachstumsraten auf die entsprechenden Netto-Kapitalwerte der Kundengeschäfte, gegebenenfalls differenziert für Aktiv-, und Passivgeschäfte, geschehen. Zu beachten ist dabei, daß bereits bei Anwendung einer identischen Wachstumsrate wegen der unterschiedlichen Ausgangsvolumina die Differenz zwischen dem absoluten Umfang des Aktiv- und des Passivkundengeschäftes im Zeitablauf zunimmt. Das ist für die Bewertung der Bank dann nicht problematisch, wenn der dadurch entstehende Mittelbedarf auf dem Geld- und Kapitalmarkt zu Marktzinssätzen gedeckt beziehungsweise der dadurch entstehende Mittelüberhang zu Marktzinssätzen angelegt werden kann: In diesem Fall ist die Deckung/Verwendung des zusätzlich entstehenden Aktiv- beziehungsweise Passivüberhangs kapitalwertneutral. Unter dieser Prämisse wären auch unterschiedliche Wachstumsraten für das künftige Aktiv- und Passivgeschäft unproblematisch. Die entsprechenden Wachstumsraten werden dabei durch die „Kundenseite" der Geschäfte determiniert: Entscheidend ist die Fähigkeit der Bank, mit ihren Kunden Finanzkontrakte mit einem positiven Nettokapitalwert abzuschließen. Beim Einbau von Wachstum in das Bewertungskalkül sind jedoch zwei wichtige Nebenbedingungen zu berücksichtigen:

- Ein wachsendes Geschäftsvolumen wird mit erhöhten Anforderungen an die Organisation, die EDV etc. der Bank verbunden sein, die ihrerseits wiederum zusätzliche Nettoinvestitionen in nicht verzinsliche Sachanlagen (Gebäude, technische Anlagen etc.) zur Folge haben. Der Barwert

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der entsprechenden Nettoinvestitionen ist dann vom ermittelten Unternehmenswert abzusetzen.

- Die Ausweitung des Geschäftsvolumens kann zusätzliche aufsichtsrechtliche Konsequenzen auslösen: So kann im Fall der Erfordernis einer unverzinslichen Mindestreserve für Einlagen eine Ausweitung dieses Geschäftes die Bereitstellung entsprechenden zusätzlichen Eigenkapitals erforderlich machen. Auch hier wären die entsprechend erforderlichen Zuführungen an Eigenkapital als negative freie Cash flows zu berücksichtigen.

E. Die Bewertung künftiger Treasury-Erfolge

In der bisherigen Darstellung des dreiteiligen Bewertungsmodells bleibt die Frage nach dem Wert der Treasury-Bank, in der die Wirkungen der Fristentransformationsentscheidungen des Bankmanagements erfaßt werden, offen. Hier bietet sich nun die Nutzung von Bankcontrolling-Instrumenten zur Wertermittlung an: Mit dem oben dargestellten Treasury-Konzept existiert ein Verfahren, das es gestattet, ex post den erzielten Erfolg aus der Fristentransformation isoliert zu ermitteln.[30] Verwendet man dieses Konzept, um damit *zukünftige erwartete Treasury-Erfolge* der Bank zu prognostizieren, könnte man auf der Basis dieser Prognosen den Wert der Treasury-Bank als Barwert dieser Erfolge bestimmen.[31]

Oben wurde gezeigt, daß der erzielte Treasury-Erfolg in Periode t durch die Bildung der Differenz zwischen dem Barwert der offenen Position der Bank und dem Wert einer Benchmark berechnet werden kann. Dabei wird der tatsächliche Wert der offenen Position auf der Basis der aktuellen Marktzinssätze, der Wert der Benchmark hingegen auf der Basis der historischen Forward Rates im Zeitpunkt des Eingehens der offenen Position ermittelt.

Das Modell zur ex post Erfolgsmessung kann nun für die Bewertung des Treasury-Bereiches eingesetzt werden, indem man die ex post erzielten Treasury-Erfolge durch die zukünftigen erwarteten ex ante Treasury-Erfolge in Periode z, $TE_z^{ex-ante}$, ersetzt:[32]

$$(8) \qquad TE_z^{ex-ante} = \sum_{t=z+1}^{n} X_t \left(1 + E\left({}_z\tilde{r}_t\right)\right)^{-(t-z)} - \sum_{t=z+1}^{n} X_t \left(1 + {}_z f_t^0\right)^{-(t-z)}$$

[30] *Schierenbeck* (2003), S. 194 ff.

[31] *Sonntag* (2001), S. 27 ff.

[32] *Sonntag* (2001), S. 28.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Vergleich von (8) mit der ex post Variante (3) macht deutlich, daß sich der Wert der Benchmark nicht verändert: Sie wird weiterhin auf der Basis der bekannten und sicheren Forward Rates im Bewertungszeitpunkt null ermittelt. Deshalb sind die entsprechenden Werte der Benchmark für alle künftigen Perioden mit Sicherheit bekannt. Unsicher ist dagegen der tatsächliche zukünftige Wert der offenen Position: Er ist von den (unsicheren) künftigen Spot Rates ${}_z\tilde{r}_t$ abhängig. In Gleichung (8) wurde deshalb die realisierte Spot Rate durch den Erwartungswert der unsicheren künftigen Spot Rate $E({}_z\tilde{r}_t)$ ersetzt.

Gleichung (8) macht nun deutlich, daß die Erzielung von positiven künftigen erwarteten Treasury-Erfolgen $TE_z^{ex-ante}$ neben dem Vorzeichen der offenen Position auch entscheidend vom Verhältnis der erwarteten Spot Rate $E({}_z\tilde{r}_t)$ zur entsprechenden Forward Rate ${}_zf_t^0$ abhängt. Damit wird die Höhe der künftigen erwarteten Treasury-Erfolge und damit auch der Wert des Treasury-Bereiches der Bank auch von der Annahme des Bewerters über die zugrundeliegende Zinsstrukturtheorie beeinflußt:[33] Unterstellt man zum Beispiel die Geltung der Pure Expectations Hypothese der Zinsstrukturtheorie, dann sind die derzeit geltenden Forward Rates unverzerrte Schätzer für die künftig erwarteten Spot Rates. Wegen $E({}_z\tilde{r}_t) = {}_zf_t^0 \quad \forall\, z,t\ z \neq t$ sind die künftigen erwarteten Erfolge aus der Fristentransformation für alle Perioden und damit auch der Wert des Treasury-Bereiches der Bank gleich null. Für den Ausweis positiver künftiger erwarteter Treasury-Erfolge muß der Bewerter deshalb von der Ungleichheit von Forward Rates und erwarteten Spot Rates und somit von der Existenz von Laufzeit-Prämien in der aktuellen Zinsstruktur ausgehen. Er kann diese Annahme durch den Verweis auf eine entsprechende Zinsstruktur-Theorie, wie zum Beispiel die Liquiditätspräferenzhypothese oder die Preferred Habitat Hypothese, stützen. Bezeichnet man die (erwartete) Laufzeitprämie zwischen den Zeitpunkten z und t auf der Basis der Zinsstruktur in Zeitpunkt null mit ${}_zL_t^0$, dann lautet die erforderliche Bedingung $E({}_z\tilde{r}_t) + {}_zL_t^0 = {}_zf_t^0$ mit ${}_zL_t^0 \neq 0$. Das Vorzeichen der unterstellten Laufzeitprämie determiniert zusammen mit dem entsprechend zu wählenden Vorzeichen der offenen Position Vorzeichen und Höhe der künftigen erwarteten Treasury-Erfolge der Bank. Unterstellt der Bewerter zum Beispiel die Gültigkeit der Liquiditätspräferenzhypothese mit durchgehend positiven, bei zunehmender Laufzeit steigenden Laufzeitprämien, dann erzielt die Bank positive künftige erwartete Erfolge aus Fristentransformation bei aktivischen Festzinsüberhängen beziehungsweise einer offenen aktivischen Position: Die durchschnittliche Laufzeit der Geschäfte auf der Aktivseite ist dann vom Bankmanagement höher festzulegen als die durchschnittliche Laufzeit der Geschäfte der Passivseite.

[33] *Sonntag* (2001), S. 31.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Unterstellt der Bewerter die Existenz von Laufzeitprämien in der aktuellen Zinsstruktur und damit die Fähigkeit der Bank zur Erzielung positiver erwarteter Erfolge aus der Fristentransformation, so sind für die Bewertung des Treasury-Bereiches zwei weitere zentrale Fragen zu beantworten, nämlich der Umfang der Fristentransformation und die Bewertung des eingegangenen Zinsänderungsrisikos.

a) Umfang der Fristentransformation: Die über die Wahl der Zinsstrukturhypothese getroffene Annahme der Relation von $E\left({}_z\tilde{r}_t\right)$ zu ${}_zf_t^0$ legt die Wertkomponente der künftigen Erfolge des Treasury-Bereiches fest. Die absolute Höhe der Erfolge wird durch zwei weitere Faktoren beeinflußt: Zum einen wählt das Management der Bank über die Vorgabe der (Rest-)Laufzeit der offenen Position die entsprechende Höhe der erwarteten Laufzeitprämie ${}_zL_t^0$. Gilt zum Beispiel die Liquiditätspräferenzhypothese, dann steigt ${}_zL_t^0$ bei steigender Laufzeit t - z. Je stärker die Bank nun Fristentransformation über die Ausweitung der Laufzeitdifferenz zwischen Aktiv- und Passivgeschäften betreibt, desto höher werden die erwarteten Laufzeitprämien und damit die erwarteten Treasury-Ergebnisse ausfallen. Zum zweiten bestimmt das Volumen der offenen Position zusammen mit der Laufzeitprämie die absolute Höhe des erwarteten Treasury-Ergebnisses. Es ist wichtig hier festzuhalten, daß das mögliche Volumen der Fristentransformation für die Bank nicht durch das Volumen ihrer Kundengeschäfte begrenzt wird. Durch ihren leichten Zugang zu Geld- und Kapitalmärkten kann die Bank in größerem Umfang Titel mit unterschiedlichen Laufzeiten emittieren und erwerben. Im Extremfall könnte die Bank Fristentransformationsergebnisse ganz ohne Marktbereiche erzielen, indem sie auf dem Kapitalmarkt Anleihen mit einer bestimmten Laufzeit emittiert und den erzielten Erlös in Anleihen mit abweichender Laufzeit investiert. Damit kann das Management der Bank auch das Volumen der offenen Positionen relativ frei bestimmen.

b) Bewertung des eingegangenen Zinsänderungsrisikos: Natürlich hat die Entscheidung über die Laufzeitdifferenz und das Volumen der Fristentransformation auch Auswirkungen auf die Risikoposition der Bank. Je größer die Laufzeitdifferenz und je höher das Volumen der offenen Position sind, desto höher ist das damit verbundene Zinsänderungsrisiko. Bei der Suche nach dem optimalen Volumen und der optimalen Laufzeitdifferenz zwischen Aktiv- und Passivpositionen muß deshalb die Bewertung des dabei eingegangenen Zinsänderungsrisikos eine besondere Rolle spielen.

Die künftigen Erfolge aus der Fristentransformation treten nicht mit Sicherheit ein; die künftigen Marktzinssätze ${}_z\tilde{r}_t$ sind unsicher. So besteht das Risiko, daß bei einer entsprechenden, nicht antizipierten Änderung der Marktzinssätze die realisierte Laufzeitprämie ein anderes Vorzeichen aufweist als die erwartete und damit der realisierte Erfolg aus der Fristentransformation negativ wird. Das klassische Beispiel für diesen Fall ist der Übergang von einer „normalen" zu

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

einer inversen Zinsstruktur bei einem aktivischen Laufzeitüberhang der Bank:[34] Die Bank realisiert dann einen Verlust aus der Fristentransformation. Die zentrale Frage lautet nun, wie das skizzierte Zinsänderungsrisiko der Bank im Rahmen der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden soll. *Sonntag* hat diese Frage auf theoretischer Ebene mit der Irrelevanzhypothese des Treasury-Erfolges für den Wert einer Bank beantwortet:[35] Auf einem vollkommenen Kapitalmarkt können die Anteilseigner der Bank den präferierten Umfang der Fristentransformation und des damit verbundenen Risikos selbst festlegen, unabhängig davon welchen Umfang das Management der Bank auf Unternehmensebene festgelegt hat.

Möchte man die Irrelevanz der Fristentransformation auf Bankebene verdeutlichen, so ist zunächst ein Maß für das Zinsänderungsrisiko der Bank festzulegen. In der bankorientierten Literatur wird hierzu das sogenannte Duration Gap der Bank vorgeschlagen.[36] Es bestimmt sich über

$$GAP_0^{Bank} = D^{Akt} V_0^{Akt} - D^{Pass} V_0^{Pass} \tag{9}$$

Dabei sind D^{Akt} und D^{Pass} mit

$$D^{Akt} = \frac{\sum_{t=1}^{n} t \cdot X_t^{Akt} \left(1+{}_0r_t\right)^{-t}}{V_0^{Akt}}$$

beziehungsweise

$$D^{Pass} = \frac{\sum_{t=1}^{n} t \cdot X_t^{Pass} \left(1+{}_0r_t\right)^{-t}}{V_0^{Pass}}$$

die entsprechenden Durationen der Aktiv- und Passiv-Kundengeschäfte. Die Duration der Netto-Einzahlungen der Bank läßt sich dann über

$$D^{Bank} = \frac{GAP_0^{Bank}}{E_0} \tag{10}$$

ermitteln. Hier bezeichnet E_0 den Marktwert des Eigenkapitals der Bank. Es gilt

$$E_0 = V_0^{Akt} - V_0^{Pass}$$

Unter bestimmten Annahmen ist die Duration D^{Bank} beziehungsweise das Duration Gap der Bank als Maßstab für die Sensitivität des Marktwertes der Bank

---

[34] Z. B. *Sonntag* (2001), S. 36.

[35] *Sonntag* (2001), S. 30 ff.

[36] Z. B. *Bierwag* (1987), S. 191 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bezüglich künftiger Zinsänderungen geeignet.[37] Je (absolut) größer das Duration Gap ist, desto stärker reagiert der aktuelle Marktwert des Eigenkapitals der Bank auf unmittelbar eintretende Zins-Schocks. Damit ist allerdings noch nicht die Frage nach der möglichen Auswirkung einer Zinsänderung auf den Reichtum der Aktionäre beantwortet: Diese ist neben der eintretenden Zinsänderung und dem gewählten Duration Gap der Bank auch von der jeweiligen individuellen Entnahmepräferenz des Anteilseigners abhängig.[38] Das wird deutlich, wenn man einen Anleger mit einer Präferenz zugunsten einer Einmalentnahme in Zeitpunkt T betrachtet: Erwirbt er zum Beispiel einen Zero-Bond mit einer Restlaufzeit bis Zeitpunkt T, dann ist sein Reichtum, gemessen in möglichem Konsum in T von zwischenzeitlich möglichen, durch Zinsänderungen verursachten Wertänderungen des Bonds vollkommen unabhängig. Bildet man nun die vom Anteilseigner gewünschte zeitliche Entnahmestruktur vereinfachend über die Duration seines präferierten Konsumplanes D^C ab, dann lautet die Argumentation *Sonntags*, daß jeder Anteilseigner durch Kauf/Verkauf von Wertpapieren unterschiedlicher Laufzeit auf privater Ebene das vom Management auf Bankebene vorgegebene Duration Gap so verändern kann, daß er kostenlos die präferierte Zins-Sensitivität seiner gewünschten Konsummöglichkeiten unabhängig von der Position der Bank erreicht.

Ein Spezialfall der Präferenzen wäre zum Beispiel die gewünschte Immunisierung des Wertes des gesamten Anteilseigner-Portefeuilles im gewünschten Zeitpunkt D^C gegen Zinsänderungen. Der betrachtete Anteilseigner konstruiert dazu durch den Kauf/Verkauf zusätzlicher festverzinslicher Wertpapiere unterschiedlicher Laufzeiten und Kombination dieser Wertpapiere mit den Anteilen an der Bank ein Portefeuille, das die gewünschte Immunisierungsbedingung $D^{Total} = D^C$ erfüllt. Das gesamte Portefeuille umfaßt neben den Anteilen am Eigenkapital der Bank einen privaten Kredit („short position") und einem mit diesen Mitteln erworbenen festverzinslichen Wertpapier („long position") unterschiedlicher Laufzeit. Für die Duration des Gesamtportefeuilles gilt

$$D^{Total} = D^{Bank} \frac{E_0}{V_0^{Total}} + D^{short} \frac{V_0^{short}}{V_0^{Total}} + D^{long} \frac{V_0^{long}}{V_0^{Total}} \tag{11}$$

mit

$$V_0 = E_0 + V_0^{short} + V_0^{long} .$$

Aufgrund der Budgetbeschränkung gilt $V_0^{short} = V_0^{long}(-1)$ und $V_0^{Total} = E_0$. Dadurch vereinfacht sich Gleichung (11) zu

[37] Diese Annahmen betreffen bei nicht-flacher Zinsstruktur vor allem den unterstellten Prozeß der möglichen Veränderung der Zinsstruktur. Die hier vorgeschlagene Variante der Duration entspricht einem sogenannten Fisher-Weil-Prozeß.

[38] *Schwetzler* (1997), S. 157 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$D^{Total} = D^{Bank}\,1 + D^{short}\,\frac{V_0^{long}(-1)}{E_0} + D^{long}\,\frac{V_0^{long}}{E_0}$$

beziehungsweise

$$(12) \qquad \left[D^{Total} - D^{Bank}\right] \cdot E_0 = \left[D^{short} - D^{long}\right] V_0^{long} .$$

Gibt man für die Konstruktion des „home made" Portefeuilles D^{long} und D^{short} vor,[39] dann kann über Gleichung (12) der Investitionsbetrag V_0^{long} beziehungsweise Kreditbetrag $V_0^{long}(-1)$ ermittelt werden, der die angestrebte Immunisierung $D^{Total} = D^C$ herstellt.

Gleichung (12) verdeutlicht, daß und wie sich Anteilseigner der Bank auf einem idealisierten Kapitalmarkt von den auf Bankebene getroffenen Fristentransformationsentscheidungen kostenlos lösen und ihre gewünschten Entnahmestrukturen und den gewünschten Umfang des Zinsänderungsrisikos selbst herstellen können. Aus diesem Grund ist der vom Bankmanagement gewählte Umfang der Fristentransformation irrelevant für den Wert der Bank.[40] Für die hier gezeigte Argumentation ist der identische Zugang zu Kredit- und Kapitalmärkten auf Bank- und auf Anteilseignerebene entscheidend. Ist diese Annahme erfüllt, dann gilt die Irrelevanz der Fristentransformation unabhängig von der präferierten Entnahmestruktur des Anteilseigners und von Erwartungen der Anteilseigner beziehungsweise des Bankmanagements bezüglich künftiger Marktzinssätze und Zinsänderungen. Sie erfordert insbesondere nicht die Annahme, daß die künftigen Marktzinssätze mit Sicherheit bekannt sind.[41]

Folgt man nun der Argumentation *Sonntags*, wäre selbst die Existenz von erwarteten Laufzeitprämien und die damit verbundene Möglichkeit zur Erzielung positiver erwarteter Fristentransformationserfolge auf Bankebene noch kein Grund für einen positiven Wertbeitrag des Treasury-Bereiches: Anteilseigner können bei entsprechendem Zugang zu Geld- und Kapitalmärkten die gewünschten Treasury-Erfolge und die damit verbundene Zinsänderungs-Risikoposition auch selbst herstellen. Natürlich sind die mit diesen Ergebnissen verbundenen Annahmen bezüglich des Kapitalmarktzugangs der Anteilseigner nicht sonderlich realistisch. Der Wert dieses Ergebnisses liegt, wie regelmäßig

---

[39] Theoretisch gibt es unendlich viele Kombinationen aus zwei Wertpapieren, mit denen man die gewünschte Duration erzeugen kann.

[40] Diese Argumentation entspricht derjenigen des „home made leverage" für die Irrelevanz der Kapitalstruktur auf Unternehmensebene. Für die Fristigkeitsentscheidung wurde sie bereits allgemein von *Stiglitz* formalisiert. Vgl. *Stiglitz* (1974), S. 851 ff.

[41] Vgl. auch die Irrelevanzargumentation bei *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* (2004), S. 639. Die in der Literatur zum Teil vorzufindende Aussage, die Irrelevanz der Fristentransformation basiere auf der Annahme sicherer künftiger Marktzinssätze ist somit nicht nachvollziehbar. Z. B. *Wiedemann* (2000), S. 106 f. u. 359.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bei neoklassischen Kapitalmarktmodellen, auch nicht in einer besonders gelungen Beschreibung der Realität. Er resultiert vielmehr in dem damit verbundenen Zwang für den Bewerter, die möglichen Vorteile einer Fristentransformation auf Bankenebene gegenüber einer Fristentransformation auf Anteilseignerebene zu explizieren. Die bloße Möglichkeit zur Fristentransformation auf Bankenebene ist als Begründung für einen positiven Beitrag des Treasury-Bereiches zum Wert der Bank nicht ausreichend; ein positiver Wertbeitrag läßt sich nur über relative Vorteile im Vergleich zur Fristentransformation auf Anteilseignerebene begründen. Einen möglichen Vorteil als einen Werttreiber des Treasury-Erfolges hat *Sonntag* mit den Bid-Ask-Spreads bei den vorherrschenden Marktzinssätzen identifiziert:[42] Durch das direkte „Matching" von den Aktiv- und den Passivzahlungen des Marktbereiches kann die Bank den Bid-Ask-Spread aus der ansonsten erforderlichen Gegenfinanzierung internalisieren und so positive Ergebnisbeiträge erzielen. Weitere Wertgeneratoren des Treasury-Bereiches sind prinzipiell möglich, müssen sich jedoch immer auf relative Vorteile gegenüber eine „hausgemachten" Fristentransformation auf Anteilseignerebene stützen.[43]

Im Ergebnis sind die vom Bankcontrolling bereitgestellten Instrumente für die Ermittlung des ex post erzielten Treasury-Erfolges nach entsprechender Anpassung gut für die Bestimmung von erwarteten künftigen Treasury-Erfolgen und damit für die Bewertung des Treasury-Bereiches der Bank geeignet. Der große Vorzug des hier vorgeschlagenen Vorgehens gegenüber der „klassischen" DCF-Bewertung besteht in der höheren Transparenz der zugrundeliegenden Annahmen: Der Bewerter ist bei Anwendung von Gleichung (8) gezwungen, die zugrundeliegende Zinsstruktur-Hypothese zu explizieren und die Fähigkeit der Bank zur Erzielung von positiven Erfolgen aus der Fristentransformation zu begründen. Bei einer Standard-DCF-Bewertung der Bank würden diese Annahmen und ihr Einfluß auf das Bewertungsergebnis, obwohl genauso vorhanden, überhaupt nicht sichtbar werden.

F. Fazit

Der vorliegende Beitrag greift ein Thema aus dem Bereich der Bankbetriebslehre, einem der bevorzugten Arbeitsgebiete von Karl Lohmann, auf und beschäftigt sich mit der Frage, ob und gegebenenfalls wie die für das Bankcontrolling entwickelten Konzepte für die Unternehmensbewertung von Banken genutzt werden können. Er gelangt zu folgenden Aussagen:

---

[42] *Sonntag* (2001), S. 84 ff.

[43] Denkbar wäre z. B., daß die Fähigkeiten zur Zinsprognose auf der Bankebene besser ausgeprägt sind als auf Anteilseignerebene.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

1. Für die Bewertung von bereits abgeschlossenen, noch laufenden Kundengeschäften ist die Anwendung von bankcontrolling-gestützten Instrumenten möglich, bringt jedoch gegenüber der „einfachen" Bewertung des Altgeschäftes auf der Basis der eingetretenen Zinsstruktur nur wenig Erkenntnisgewinn.
2. Auch für die Erfassung der Wirkung von bereits eingetretenen Zinsänderungen auf den Wert der Bank ist der separate Ausweis dieses Effektes mit Hilfe des Treasury-Konzeptes prinzipiell möglich, angesichts des hohen zusätzlichen Aufwandes jedoch nur in Ausnahmefällen sinnvoll. Ermittelt man den Wert des aktuellen Altgeschäftes und gegebenenfalls vorhandener festverzinslicher Wertpapiere auf der Basis der aktuellen Zinsstruktur, ist die Wirkung von eingetretenen Änderungen der Zinsstruktur auf den Wert der Bank bereits vollständig erfaßt.
3. Für die Ermittlung des Wertes von neuen, im Bewertungszeitpunkt noch nicht abgeschlossenen Kundengeschäften sind die Konzepte des Bankcontrolling sinnvoll nutzbar. Neugeschäfte können über ihre Nettokapitalwerte unter der Prämisse der fristenkongruenten Gegenfinanzierung abgebildet werden. Die Beiträge der beiden Marktbereiche zum Wert der gesamten Bank entsprechen dann dem Barwert aller künftigen Nettokapitalwerte der Neugeschäfte. Als Diskontierungszinssatz für diese Nettokapitalwerte könnte man auf die Eigenkapitalkosten der Bank zurückgreifen.
4. Die Treasury-Bank soll den Wert künftiger Fristentransformationsergebnisse erfassen und abbilden. Hier sind bankcontrollinggestützte Instrumente gut geeignet, um die zukünftigen Ergebnisse aus der Fristentransformation und die vom Bewerter zugrundegelegte Annahme bezüglich der Zinsstrukturhypothese sichtbar zu machen. Auf vollkommenem Kapitalmarkt ist der Wertbeitrag aus der Fristentransformation der Bank gleich null; Anteilseigner können ihre gewünschte Fristentransformation und die damit verbundene Risikoposition kostenlos und unabhängig von derjenigen der Bank selbst herstellen. Bezieht man Marktunvollkommenheiten in die Betrachtung ein, bestehen Wertpotentiale des Treasury-Bereiches aus relativen Vorteilen gegenüber einer Fristentransformation auf Aktionärsebene.

Literaturverzeichnis

Becker, D. (1999): Bewertung von Bankakquisitionen unter Einbeziehung von Zusammenschlußeffekten. Berlin.

Behm, U. (1994): Shareholder Value und Eigenkapitalkosten von Banken. Bern.

Bierwag, G. O. (1987): Duration Analysis – Managing Interest Rate Risk. Cambridge.

Coenenberg, A. / *Schultze,* W. (2002): Unternehmensbewertung: Konzeptionen und Perspektiven. „Die Betriebswirtschaft", Jg. 62, S. 597-621.

Gibbs, A. K. (2002): Goodwill Hunting for Banks. „Mercer Capital".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hartmann-Wendels, T. / *Pfingsten,* A. / *Weber,* M. (2004): Bankbetriebslehre. 3. Aufl., Berlin.

Höhmann, K. (1998): Shareholder Value von Banken. Wiesbaden.

Hörter, S. (1998): Shareholder Value-orientiertes Bank-Controlling. Berlin.

Kümmel, A. T. (1995): Bewertung von Kreditinstituten nach dem Shareholder Value Ansatz unter besonderer Berücksichtigung des Zinsänderungsrisikos. Berlin.

Lohmann, K. (1970): Nichtlineare Modelle zur finanziellen Leistungsprogrammplanung von Kreditinstituten. Göttingen.

- (1978): Zur Theorie der Planung optimaler Wertpapieranlagen von Geschäftsbanken. In: Bankbetriebliches Lesebuch. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Stuttgart, S. 429-452.
- (1989): Zur Schätzung betrieblicher Zinsänderungsrisiken am Beispiel des Bankbetriebs und zur Bewertung zinsabhängiger Optionen. In: Geldwirtschaft und Rechnungswesen. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Göttingen, S. 313-332.
- (1995) Stochastische Modelle zur Bewertung künftiger Zahlungsleistungen in betriebswirtschaftlicher Sicht. Göttingen.

Miller, W. (1995): Commercial Bank Valuation. New York.

Schierenbeck, H. (2003): Ertragsorientiertes Bankmanagement Bd. 1: Grundlagen, Marktzinsmethode und Rentabilitäts-Controlling. 8. Aufl., Wiesbaden.

Schierenbeck, H. / *Wiedemann,* A. (1996): Marktwertrechnungen im Finanzcontrolling. Stuttgart.

Schwetzler, B. (1996): Zinsänderungsrisiko und Unternehmensbewertung: das Basiszinsfuß-Problem bei der Ertragswertermittlung. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 66, S. 1081-1101.

- (1997): Verluste bei steigenden Kursen? – Probleme der Performancemessung bei Zinsänderungen. „Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft", Jg. 9, S. 678-702.

Sonntag, A. (2001): Bewertung von Banken. Wiesbaden.

Stiglitz, J. (1974): On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. „American Economic Review", Jg. 64, S. 851-866.

Strutz, E. (1993): Wertmanagement von Banken. Bern.

Vettiger, T. (1996): Wertorientiertes Bankcontrolling: das Controlling im Dienste einer wertorientierten Bankführung. Bern.

Wiedemann, A. (2000): Die Passivseite als Erfolgsquelle. Wiesbaden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Allfinanz durch Kooperation von Finanzintermediären

Von Robert Straßner und Marén Holdschick

A. Institutionelle Formen der Allfinanzstrategie

Seit einigen Jahren sehen sich die Unternehmen des Finanzsektors mit grundlegenden Veränderungen konfrontiert, die zu einer Verschärfung des Wettbewerbs geführt haben. Regulatorische Rahmenbedingungen, technologische Entwicklungen und der wachsende Globalisierungsdruck führen zu einer Aufweichung bestehender Branchengrenzen und zu einer zunehmenden Überschneidung der Finanz- und Risikomärkte. Aus Sicht der Kunden bildet sich zwar ein einheitlicher „Markt für Problemlösungen in finanziellen Fragen" heraus, doch zugleich verlieren die zunehmend integrierten Märkte für Finanzdienstleistungen mit der gestiegenen Vielfalt und Substituierbarkeit der Angebote an Transparenz; die Leistungen werden schwieriger vergleichbar. Diese Entwicklung und das gestiegene Interesse von Kunden an einer umfassenden Finanzberatung aus einer Hand zwingt Finanzintermediäre[1], alle strategischen Optionen zu nutzen, die direkt oder indirekt zur Sicherung der eigenen Wettbewerbsposition beitragen. Diese Optionen zu konkretisieren und eine Auswahl zu treffen, ist Aufgabe der strategischen Unternehmensführung. Ziel einer strategischen Unternehmensführung ist die vorausschauende Sicherung der Überlebensfähigkeit des „Systems Unternehmen" durch die aktive und zielgerichtete Steuerung seiner Evolution, das heißt durch die rechtzeitige Anpassung seiner Struktur an veränderte Umfeldanforderungen.[2] Vor diesem Hintergrund setzen viele Unternehmen der Finanzbranche auf die Option der Allfinanzstrategie, um zukünfti-

[1] Mit Finanzintermediär werden im folgenden Institutionen bezeichnet, die direkt oder indirekt am Austausch finanzieller Mittel beteiligt sind. Grundsätzlich können die vier Typen „Finanz-Gutachter", „Finanzauktionatoren", „Finanz-Market-Maker" und „Finanz-Produzenten" unterschieden werden. Vgl. dazu ausführlicher *Hax* (1997), S. 41 f. Vgl. auch den Beitrag von *Reus/Benner* in diesem Band.

[2] Ausdruck einer systemtheoretischen Betrachtungsweise, in der Unternehmen als System begriffen werden. Ein System ist eine Gesamtheit von Elementen, die sich in gegenseitigen Wechselwirkungen befinden und die eine Struktur (Beziehungsgefüge) erkennen lassen. Vgl. *Marcharzina* (1993), S. 58 f.; *Schmidt* (1998); *Körnert* (2003), S. 51-65. Weitergehende Ausführungen zum unternehmerischen Umfeld finden sich in *Ulrich/Fluri* (1992).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gen Herausforderungen wirkungsvoll begegnen zu können. Allfinanz wird getrieben von der Suche der Unternehmen nach neuen Ertragsfeldern[3] und bezeichnet das Angebot verschiedener Finanzdienstleistungen aus einer Hand.

Für die Umsetzung der Allfinanzstrategie stehen verschiedene institutionelle Formen zur Auswahl. Für welche Form sich die Unternehmensführung entscheidet, hängt im wesentlichen von der Unternehmensphilosophie ab. Wurde in der Vergangenheit die *Verbund*lösung bevorzugt, gewinnen in den letzten Jahren die beiden Formen *Konzern* und *Kooperation* an Gewicht. Verfolgt man die Pressemeldungen der jüngsten Zeit, könnte der Eindruck entstehen, daß in der Allfinanz die institutionelle Form des Konzerns von Unternehmen präferiert wird. Bei objektiver Betrachtung stehen Kooperationslösungen allerdings eindeutig im Vordergrund.[4] Für welchen Weg sich Finanzintermediäre auch immer entscheiden, an die Unternehmensführung beziehungsweise das Management des Umsetzungsprozesses werden besondere Anforderungen gestellt. Abbildung 1 verdeutlicht den Zusammenhang zwischen der strategischen Unternehmensführung und den genannten institutionellen Formen einer Allfinanzstrategie.

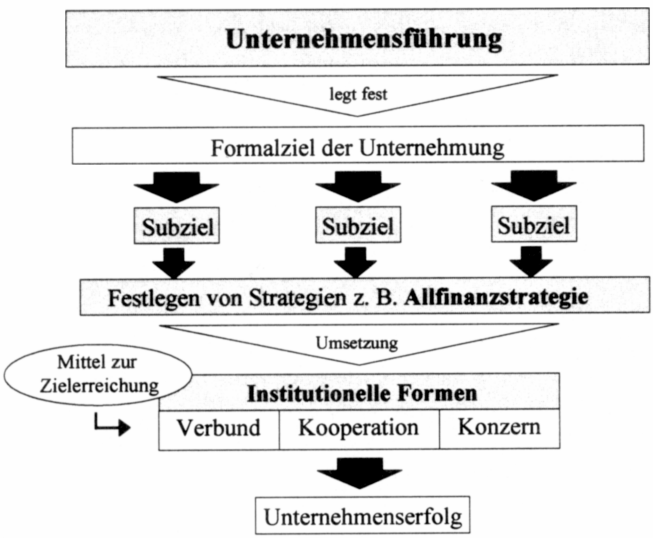


Abbildung 1: Zusammenhang zwischen der strategischen Unternehmensführung und institutionellen Formen der Allfinanzstrategie

[3] Vgl. hierzu *Schröder* (1991), S. 209 f., sowie *Ringel* (1991), S. 196.

[4] Ein möglicher Erklärungsgrund für die gesteigerte Aufmerksamkeit in der Presse der institutionellen Form des Konzerns besteht in den damit verbundenen und medienwirksamen finanziellen Transaktionen. Auf dem Weg zum Allfinanzkonzern akquirierte z. B. die Allianz die Dresdner Bank für ca. 25 Mrd. Euro. Vgl. o. V. (2001).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die zuvor skizzierten Veränderungen im Markt für Finanzdienstleistungen – vor allem ihre gravierenden Auswirkungen – haben seit Mitte der 1980er Jahre zu einer gesteigerten Aufmerksamkeit und Bedeutung von Forschungsarbeiten „aus dem Bereich Finanzwissenschaften" geführt. Sicherlich auch ein Grund dafür, daß der Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften 1990 an drei Finanzwissenschaftler vergeben wurde.[5] Die Ökonomen Harry Markowitz, Merton Miller und William Sharpe haben sich vor allem mit Finanz- und Vermögensanlageentscheidungen von Wirtschaftssubjekten beschäftigt, Methoden zur Lösung von Portfolio-Selektions-Problemen entwickelt und die Funktionsweise von Finanzdienstleistungsmärkten untersucht.

Auch der Jubilar *Karl Lohmann* – dem diese Festschrift gewidmet ist – hat seine Forschungsschwerpunkte auf den Gebieten Wertpapiermanagement und optimale Anlageentscheidung, der finanzmathematischen Analyse, der Bewertung von Finanzdienstleistungen sowie der Unternehmensführung in Finanzdienstleistern.[6] Für eine Würdigung des Jubilars und um den gestiegenen Anforderungen der Unternehmensführung von Finanzdienstleistern gerecht zu werden, beschäftigt sich der vorliegende Beitrag mit dem Einsatz Strategischer Allianzen in der Allfinanz, als eine besondere Form der Kooperation.

Nach den einleitenden Worten in diesem Kapitel erfolgt in Kapitel B. die Klärung der Begriffe *Allfinanz* und *Strategische Allianz*. Die Begriffe werden häufig für Sachverhalte unterschiedlichen Inhalts verwendet. Deswegen soll durch eine genaue Begriffsdefinition festgelegt werden, worauf sich die im Gang des Beitrages angestellten Überlegungen und Aussagen sowie Ergebnisse beziehen. In Kapitel C. werden kritische Erfolgsfaktoren für die Umsetzung einer Strategischen Allianz in der Allfinanz untersucht. Zu diesem Zweck wird der Umsetzungsprozeß in verschiedene Stufen unterteilt und jede Stufe eingehender analysiert. Mit einem Ausblick in die Zukunft von Allfinanzkooperationen und einem Überblick über den zukünftigen Entwicklungspfad von Kooperationen in der Allfinanz schließt Kapitel D. diesen Beitrag ab.

[5] Vgl. insbesondere die Begründung der Entscheidung unter http://nobelprize.org/economics/.

[6] Vgl. *Lohmann* (1978, 1989, 1995).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

B. Begriffliche und konzeptionelle Grundlagen

I. Kennzeichnung des Begriffs „Allfinanz"

Der Begriff Allfinanz kennzeichnet ein umfassendes Angebot von Finanzdienstleistungen[7] aus einer Hand. Seit Anfang der 1980er Jahre erfährt das Allfinanzkonzept in Deutschland eine verstärkte Beachtung. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die zahlreichen Liberalisierungen im Finanzgewerbe, die zu einer Verwässerung der Grenzen zum Beispiel zwischen Banken und Versicherungen geführt haben. Der Allfinanzgedanke ist allerdings – entgegen der Auffassung mancher Autoren[8] – nicht ein Phänomen unseres Jahrhunderts, sondern seine Ursprünge reichen bis in die Mitte des 19. Jahrhunderts zurück.[9] Bei einer zeitlichen Betrachtung des Marktes für Finanzdienstleistungen kann die Entwicklung der Allfinanz in die folgenden vier Phasen eingeteilt werden (Abbildung 2).[10]

In der ersten Phase vom Beginn des 20. Jahrhunderts bis Mitte der 1950er Jahre besteht eine deutliche Marktaufteilung. Diese historisch gewachsene und juristisch abgesicherte Marktstruktur begrenzt den Wettbewerb allein auf Unternehmen, die der gleichen Branche angehören. Die Reglementierung der Finanzmärkte läßt Allfinanz nur in einem begrenzten Umfang zu.

Die zweite Phase (circa 1955 – 1980) ist gekennzeichnet durch die Aufhebung wettbewerbshemmender Bestimmungen, wie zum Beispiel die Aufhebung der Bedürfnisprüfung zur Errichtung von Bankstellen (1957) oder den Wegfall der Zinsbindung für Spareinlagen (1967). Die Intensivierung des intersektoralen Wettbewerbs wurde durch eine großzügigere Vergabe von Banklizenzen an Ausländer ab 1972 zusätzlich verschärft. Als Reaktion bilden sich Kooperationen zwischen Partnern unterschiedlicher Branchen, und es kommt zur Entstehung umfassender Verbundsysteme.

Entscheidend für die dritte Phase (circa 1980 – 2002) ist die Globalisierung, genauer deren Auswirkungen. Die Internationalisierung der Märkte erleichtert den Eintritt neuer Marktteilnehmer und erhöht den Wettbewerbsdruck. Als Fol-

---

[7] Der Begriff der Finanzdienstleistung ist in § 1 Abs. 1a des Gesetzes über das Kreditwesen in der Fassung vom 22. Januar 1996 (KWG) geregelt. Zum Verbraucherschutz bei Finanzdienstleistungen vgl. auch *Enke/Lohmann* (1995).

[8] Vgl. z. B. *Warth* (1997), S. 280, oder *Dinauer* (2001), S. 1.

[9] Vgl. *Wagner* (1991), S. 10 ff. u. 11, Fn. 4.

[10] Die Übergänge zwischen den einzelnen Phasen sind fließend. Die eindeutige Abgrenzung der Perioden repräsentiert folglich die Meinung der Autoren. Es sind durchaus auch andere Einteilungen möglich z. B. in zwei oder drei Phasen. Vgl. *Amely* (1993), S. 31 ff., oder *Haller* (1999), S. 20 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ge treten Non-Banks in Konkurrenz zu Banken und Versicherungen.[11] Vor allem das Auftreten branchenfremder Wettbewerber fördert den Trend, Finanzdienstleistungen aus einer Hand anzubieten.

Seit 2002 befindet sich die Allfinanz in einer Entwicklungsphase, die bis heute andauert. Die anhaltende Globalisierung führt zur stetigen Zunahme der Wettbewerbsintensität und begünstigt die Auflösung bestehender Grenzen. Durch die Zusammenarbeit über Branchengrenzen hinweg können völlig neue Produkte und Konzepte entstehen. Diese vierte Phase ist geprägt durch Innovationen und einen verstärkten Zwang zur Internationalisierung.

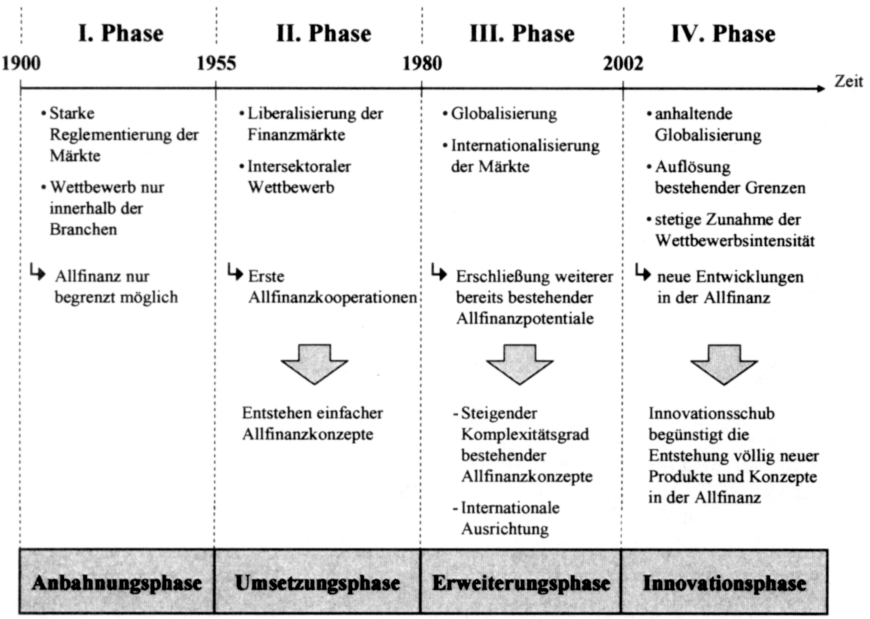


Abbildung 2: Entwicklungsphasen der Allfinanz

Auslösendes Moment für strategische Überlegungen der Finanzintermediäre zum Aufbau von Allfinanz ist somit der immer größer werdende Kreis von Konkurrenten im Finanzdienstleistungsmarkt.[12] Insbesondere der Wettbewerb über bestehende Branchengrenzen hinweg erfordert die Erschließung neuer Wettbewerbsvorteile. Im Vordergrund stehen neben der Erweiterung des bestehenden Kundenkreises, die Erhöhung der Kundenbindung sowie Synergieeffek-

[11] Ein typisches Beispiel hierfür sind die Aktivitäten vieler Automobilkonzerne im Bereich Financial Services. Vgl. im folgenden *Franke* (2002).

[12] Ein Überblick über die institutionelle Gliederung des gesamten deutschen Finanzsektors findet sich in *Schierenbeck/Hölscher* (1998), S. 13.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

te im Vertrieb.[13] In der betriebswirtschaftlichen Literatur findet sich teilweise die synonyme Verwendung der unterschiedlichen Begriffe Allfinanz und Bankassekuranz.[14] Daß sich noch keine allgemeingültige Definition des Begriffs Allfinanz herausgebildet hat, liegt in erster Linie daran, daß Finanzintermediäre das Allfinanzkonzept auf unterschiedlichen Wegen und in unterschiedlichen Ausprägungen realisieren können. Durch die Eingrenzung des Betrachtungswinkels auf einzelne Marktakteure und/oder ausgewählte Branchen, wie zum Beispiel die Zusammenarbeit von Banken und Versicherungen, wird allerdings nicht das ganze Spektrum von Finanzdienstleistungen im Allfinanzbereich berücksichtigt. Für die konkrete Begriffsfassung ist aber gerade dieser Aspekt entscheidend. Für die weiteren Ausführungen wird der Begriff Allfinanz daher wie folgt definiert: *Allfinanz bezeichnet das aktive Angebot der Synthese bestehender und zukünftiger Finanzdienstleistungen durch einen Finanzintermediär.*[15]

Die Bündelung von Finanzdienstleistungen kann im Rahmen der strategischen Unternehmensführung durch Kooperation, durch Gründung von Tochterunternehmen oder durch den Erwerb von oder durch Beteiligung an anderen Unternehmen erfolgen.[16] Im vorliegenden Beitrag liegt der Fokus auf dem Einsatz Strategischer Allianzen in der Allfinanz, als eine besondere Form der Kooperation von Finanzintermediären.

II. Charakterisierung der Kooperationsform der Strategischen Allianz

Unter dem Begriff *Kooperation* wird gemäß *Tröndle* die gemeinschaftliche Aufgabenerfüllung durch Zusammenarbeit verstanden.[17] Grundsätzlich werden drei Arten der Zusammenarbeit unterschieden:[18]

1. innerbetriebliche Kooperation,
2. überbetriebliche Kooperation und
3. zwischenbetriebliche Kooperation.

---

[13] Eine weiterführende Behandlung der Ziele von Allfinanzkonzepten erfolgt in Kapitel C.I.

[14] Vgl. z. B. *Dinauer* (2001), S. 1, oder *Haller* (1999), S. 22.

[15] Um sämtliche Akteure im Finanzdienstleistungsbereich zu berücksichtigen, ist die Definition durch die Verwendung des Begriffs Finanzintermediär bewußt offen gehalten. Insbesondere auch neu entstehende Formen von Marktteilnehmern können so integriert werden.

[16] Eine weitergehende Beurteilung alternativer Wachstumswege findet sich in *Straßner/Körnert* (2003), S. 30 ff.

[17] Vgl. *Tröndle* (1987), S. 15.

[18] Einen Überblick über die Entwicklung der Kooperationsforschung bieten *Vornhusen* (1994), S. 16 ff., und *Müller* (2003), S. 38 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Eine innerbetriebliche Kooperation liegt vor, wenn verschiedene Bereiche innerhalb eines Unternehmens zusammenarbeiten. Demgegenüber findet die Zusammenarbeit bei der überbetrieblichen Kooperation zwischen übergeordneten Gruppierungen statt. Dazu gehören Interessengemeinschaften oder Verbände wie zum Beispiel Arbeitgeberverbände. Eine zwischenbetriebliche Kooperation liegt dann vor, wenn die Zusammenarbeit zwischen einzelnen Unternehmen erfolgt. Allgemein können Strategische Allianzen als eine Form der Zusammenarbeit von Unternehmen – also als eine Form der zwischenbetrieblichen Kooperation – aufgefaßt werden (Abbildung 3).[19]

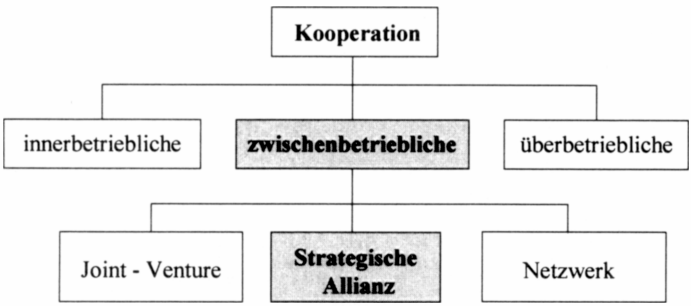


Abbildung 3: Strategische Allianzen als besondere Form der Kooperation

Der Begriff der Strategischen Allianz ist in der betriebswirtschaftlichen Literatur äußerst unscharf; allzu oft wird er als Sammelbegriff für Kooperationsformen verwendet.[20] Die zahlreichen unterschiedlichen, größtenteils widersprüchlichen Definitionen Strategischer Allianzen beruhen auf unterschiedlichen als konstitutiv erachteten Merkmalen.[21] Um den Begriff der Strategischen Allianz genau fassen zu können, werden im folgenden wesentliche konstitutive Merkmale kritisch erläutert.

Die *Verflechtungsrichtung* ist ein häufig genanntes Kriterium, das zur Kennzeichnung Strategischer Allianzen herangezogen wird. Bezüglich der Richtung der Kooperation werden – in Anlehnung an die Differenzierung von Unternehmenszusammenschlüssen[22] – *horizontale*, *vertikale* und *diagonale Strategische Allianzen* unterschieden (Abbildung 4).[23]

---

[19] Vgl. *Müller-Stevens* (1993). Weitere Formen der Kooperation sind z. B. Joint-Venture, vgl. dazu *Lucks/Meckl* (2002), S. 25, und *Eisele* (1995) oder Netzwerke vgl. *Michel* (1996), S. 32.

[20] Vgl. *Weimar* (1993), S. 16, sowie *Müller* (2003), S. 7 f.

[21] *Knoppe* spricht von der Notwendigkeit zur Schaffung eines eindeutigen Paradigmas Strategischer Allianzen. Vgl. *Knoppe* (1997), S. 25 f.

[22] Vgl. *Pausenberger* (1989), S. 622 f.

[23] Vgl. *Michel* (1996), S. 26.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

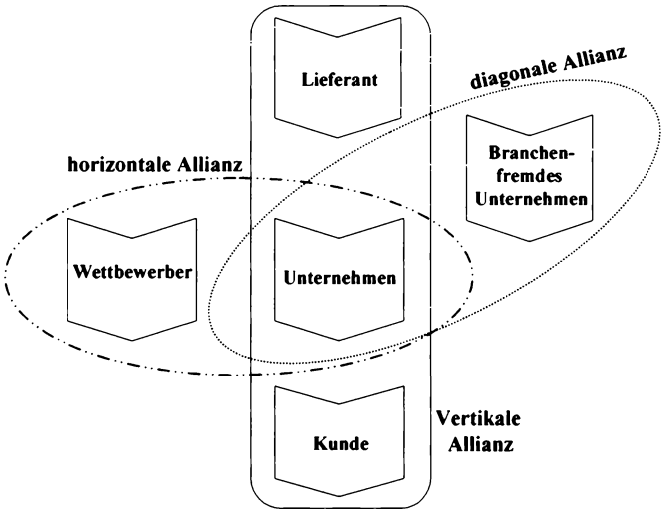


Abbildung 4: Horizontale, vertikale und diagonale Strategische Allianzen

Eine *horizontale Strategische Allianz* ist dadurch gekennzeichnet, daß die kooperierenden Partnerunternehmen der gleichen Branche und der gleichen Stufe eines umfassenden Wertschöpfungsprozesses angehören. Bei dieser Form der Strategischen Allianz handelt es sich um Kooperationen zwischen Konkurrenten, die in den nicht der Allianz unterworfenen Bereichen häufig weiterhin in Konkurrenz zueinander stehen.[24] Da diese Unternehmen vor der Allianzbildung auch in dem Kooperationsbereich als Konkurrenten auftreten, ist hier die Gefahr eines versteckten Interessenkonflikts gegeben, der sich in opportunistischem Handeln niederschlagen kann.[25] In einer *vertikalen Strategischen Allianz* kooperieren Unternehmen aus aufeinander folgenden Stufen des Wertschöpfungsprozesses.[26] Da es sich bei einer vertikalen Strategischen Allianz um einen Leistungsaustausch handelt, auf dessen Erfolg andere Faktoren (als der finanzielle Ausgleich) einwirken, liegt dieser Form der Kooperation ein erhebliches Konfliktpotential zugrunde. In der Allfinanz kommen überwiegend diagonale Strategische Allianzen zur Anwendung.[27] Von einer *diagonalen Strategischen Allianz* wird gesprochen, wenn die Partnerunternehmen branchenfremden Wertschöpfungsprozessen angehören. Eine solche Form der zwischenbetrieblichen

[24] Vgl. *Mengele* (1994), S. 20 f.

[25] Vgl. *Schaper/Rinkel* (1998), S. 126 f.

[26] Vgl. *Schäper* (1996), S. 1. Diese Form der strategischen Allianz wird auch als Wertschöpfungspartnerschaft bezeichnet. Vgl. z. B. *Johnston/Lawrence* (1989), S. 81.

[27] Vgl. *Bernet* (1998), S. 331, sowie *Schulte-Noelle* (1998), S. 324 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zusammenarbeit kann beispielsweise mit dem Ziel eingesetzt werden, den Zugang zu neuen Märkten zu ermöglichen.[28]

Häufig wird der Begriff der Strategischen Allianz allein auf horizontale Bündnisse übertragen.[29] In Zukunft werden aber gerade vertikale und diagonale Unternehmenskooperationen in der Allfinanz eine immer größere Rolle spielen. Insbesondere die diagonalen Strategischen Allianzen scheinen ein geeignetes Mittel zu sein, um zukünftigen Anforderungen wirkungsvoll begegnen zu können.[30] Aus diesem Grunde werden im vorliegenden Beitrag alle drei Formen der Verflechtungsrichtung berücksichtigt, wodurch der gestiegenen Bedeutung vertikaler und diagonaler Strategischer Allianzen Rechnung getragen wird.

Ein weiteres konstitutives Merkmal Strategischer Allianzen ist der Zeithorizont. Unter dem *Zeithorizont* einer Strategischen Allianz ist allgemein die Zeitspanne zu verstehen, über die die Kooperation aufrechterhalten wird. In diesem Zusammenhang ist zwischen der *Abgeschlossenheit* beziehungsweise Begrenztheit der Zusammenarbeit und ihrer *zeitlichen Ausdehnung* zu unterscheiden.[31] In der Regel ist davon auszugehen, daß eine Strategische Allianz aufgrund ihrer strategischen Ausrichtung auf einen mittel- bis langfristigen Zeitraum ausgelegt wird.[32]

Das Merkmal der *geographischen Ausdehnung* bedeutet, daß die Kooperationsform der Strategischen Allianz auf nationaler[33] oder internationaler Ebene zustande kommen kann. Entsprechend wird zwischen *nationalen* (in-border-Allianzen) und *inter- beziehungsweise multinationalen Allianzen* (cross-border-Allianzen) unterschieden.[34] Ein typisches Beispiel für eine solche cross-border-Allianz ist die Kooperation zwischen der deutschen Commerzbank AG und der italienischen Generali-Versicherungsgruppe.[35] Bedingt durch die zunehmende Globalisierung beziehungsweise Internationalisierung von Unternehmensaktivitäten werden Allfinanzkooperationen vermehrt zwischen Partnern unterschiedli-

---

[28] Vgl. *Justus* (1999), S. 29.

[29] Vgl. *Lutz* (1993).

[30] Als besonders kritisch ist die Einschätzung der Kartellbehörden zu sehen, daß Strategische Allianzen mit vertikaler oder diagonaler Verflechtungsrichtung wettbewerbsrechtlich unbedenklich sind. Vor allem letztere besitzen ein enormes wettbewerbshemmendes Potential. Vgl. hierzu auch *Straßner/Körnert* (2003), S. 13-15.

[31] Vgl. *Wurche* (1994), S. 136.

[32] Neben der strategischen Auslegung sprechen auch die hohen Vorbereitungskosten einer Allianz z. B. Kosten der Vertragsverhandlung oder Kosten der gezielten Partnersuche (genauer: deren Amortisation) für eine entsprechende zeitliche Ausdehnung der Zusammenarbeit.

[33] Hierin enthalten sind die regionale und lokale Ebene.

[34] Vgl. *Lutz* (1993), S. 56.

[35] Vgl. *Kohlhausen* (2000) sowie *Hülsen/Schacht/Schulz* (2003), S. 121.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

cher Nationalität gegründet.[36] Das wirft wiederum erhebliche Probleme bei der Organisationskultur auf.[37]

Hinsichtlich des Merkmals der *rechtlichen Basis der Zusammenarbeit* kann der Begriff der Strategischen Allianz unterschiedlich weit gefaßt werden.[38] In einem sehr weiten Verständnis beziehen einige Autoren selbst informale, sogenannte „stillschweigende" Partnerschaften in ihre Betrachtung mit ein. Angesichts der Komplexität und vielfältigen Anforderungen Strategischer Allianzen erscheint ein informales Abkommen weder tragfähig noch sinnvoll. In einer *engeren* Betrachtung wird für das Bestehen einer Strategischen Allianz das Vorliegen eines formalen, juristischen Vertrages gefordert. Auch im Rahmen dieses Beitrages soll die Betrachtung auf *vertraglich fixierte Allianzen* beschränkt sein.[39] Neben dieser vertraglichen Grundlage, stützen Finanzintermediäre häufig ihre Zusammenarbeit durch eine *Kapitalbeteiligung* in Form von wechselseitigen Minderheitsbeteiligungen.[40]

Durch die Kombination der angeführten konstitutiven Merkmale kann die Definition der Strategischen Allianz wie folgt gefaßt werden:[41] *Strategische Allianzen* sind ein vertraglich fixiertes zwischenbetriebliches Beziehungs- oder Kompetenzgeflecht mit strategischer Orientierung zwischen mindestens zwei rechtlich und wirtschaftlich selbständigen Unternehmen, die in horizontaler, vertikaler oder diagonaler Richtung auf unterschiedlichen Ebenen zusammenarbeiten, um gemeinsame, kompatible oder auch komplementäre Ziele zu erreichen. Die kooperative Durchführung vereinbarter Aktivitäten und wirtschaftlicher Transaktionen erfolgt für einen bestimmten Zeithorizont und getrennt von sonstigen Tätigkeiten und Zielsetzungen der Partner. Strategische Allianzen basieren auf dem Gedanken des gegenseitigen Vorteils, der nur in Kooperation sinnvoll realisierbar erscheint.[42] Die beteiligten Unternehmen müssen für die gemeinschaftliche Erfüllung der Kooperationsaufgabe ihre Aktivitäten untereinander koordinieren, wodurch eine wechselseitige Abhängigkeit entsteht.[43] Die freiwillige und bewußte Inkaufnahme von Abhängigkeit steht auf den ersten Blick im Widerspruch zu dem natürlichen Streben des Unternehmens nach Au-

---

[36] Vgl. *Warth* (2003), S. 411, sowie *Schulte-Noelle* (2003), S. 260 f.

[37] Vgl. *Wolf* (2003), S. 28-48.

[38] Eine umfassende Thematisierung findet sich in *Knoppe* (1997), S. 82 ff.

[39] Dennoch bestehen erhebliche Spielräume in bezug auf die Festlegung konkreter Details im Kooperationsvertrag. Vgl. z. B. *Schmoll* (2001), S. 98 f.

[40] Gängig sind in diesem Zusammenhang die Bezeichnungen „minority equity alliances" oder „equity swaps". Vgl. *James/Weidenbaum* (1993), S. 97 ff.

[41] Die Definition ist bewußt offen gehalten, da hierdurch die Option erhalten bleibt, neue, bisher noch unbekannte Formen Strategischer Allianzen zu integrieren.

[42] Vgl. *Mirow* (1995), S. 92.

[43] Vgl. *Stüdlein* (1997), S. 55, sowie *Rath* (1990), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tonomie.[44] Sie ist aber dadurch erklärbar, daß Unternehmen mit einer Strategischen Allianz Ziele anstreben, deren Erreichung sie höher gewichten, als den durch die Kooperation entstehenden Autonomieverlust.

C. Strategische Allianzen im Allfinanzbereich

I. Zielorientierung von Allfinanzkonzepten

Entsprechend der *organisatorischen Umsetzung* (organisatorische Komponente) und der *strategischen Ausrichtung* (inhaltliche Komponente) weisen Allfinanzkonzepte unterschiedliche Zielorientierungen auf. In den vorangegangenen Ausführungen ist deutlich geworden, daß sich die organisatorische Komponente auf die Kooperationsform der Strategischen Allianz bezieht.[45] Für die weitere Betrachtung bildet die inhaltliche Komponente die zu gestaltende Variable beziehungsweise die zu berücksichtigende Einflußgröße. Die Ziele der Allfinanzstrategie ergeben sich aus der Entscheidung, welche Nutzenpotentiale durch die Strategische Allianz realisiert werden sollen. Da *realisierte Nutzenpotentiale* zum wirtschaftlichen Erfolg einer Unternehmung beitragen können, werden diese im vorliegenden Beitrag als *Erfolgspotentiale* definiert. Erst im Wettbewerb zeigt sich allerdings, ob die Erfolgspotentiale dem Unternehmen einen strategischen Vorteil verschaffen und somit den Unternehmenserfolg steigern.[46] Die Abbildung 5 verdeutlicht den Zusammenhang zwischen Nutzenpotential und Erfolgspotential sowie deren Implikation auf den Unternehmenserfolg, respektive die Erfolgswirkung einer Strategischen Allianz.

Grundsätzlich können mit einer Strategischen Allianz im Allfinanzbereich[47] die Nutzenpotentiale *Kostenvorteile*, *Marktvorteile* und *Risikominderung* erschlossen werden.

Bei den *kostenorientierten Zielen* steht die Realisierung von Skalenerträgen im Vordergrund. Je höher die erzielten beschäftigungs- oder stückzahlabhängigen Degressionseffekte sind, desto größer sind die Kostenvorteile der Unternehmung. Der gestiegene Fixkostenanteil, der Ausdruck einer verstärkten Inter-

---

[44] Vgl. dazu ausführlich *Pfeffer/Salancik* (1987).

[45] Im Rahmen der organisatorischen Komponente stehen Finanzintermediären auch die Möglichkeiten des internen und externen Wachstums zur Verfügung. Eine Beurteilung der Alternativen für den Allfinanzbereich findet sich z. B. in *Kohlhausen* (1999), S. 68 ff.; *Amely* (1993), S. 40 ff., sowie *Wisshofer* (1994), S. 76-84.

[46] *Pümpin* (1992) spricht in diesem Zusammenhang vom Aufbau strategischer Erfolgspositionen.

[47] Eine Strategische Allianz in der Allfinanz wird im folgenden auch als Allfinanzkooperation bezeichnet.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nationalisierung der Unternehmensaktivitäten ist, ermöglicht Kostendegressionen in fast allen Bereichen der Wertschöpfungskette. Mit einer Allfinanzkooperation realisieren die beteiligten Partner vor allem Volumeneffekte im Kunden- und Finanzierungsbereich. Die Skalenerträge im Kundengeschäft verbilligen die Leistungserstellung und führen zur Kosten- und/oder Absatzpreissenkung.[48] Im liquiditätsmäßig-finanziellen Bereich bietet die Konzentration von Liquidität und die Bündelung der Refinanzierungsvolumina zusätzliche Konditionsvorteile. Weitere Kostenvorteile lassen sich im technisch-organisatorischen Bereich realisieren,[49] zum Beispiel durch eine verbesserte Auslastung der Vertriebskanäle, indem zusätzliche Produkte über die eigenen Vertriebswege abgesetzt werden oder durch die Übernahme von Aufgaben und Funktionen im Verwaltungsbereich. Die Erhöhung der Produktivität bestehender Fixkostenblöcke wird durch die rasante technologische Entwicklung zusätzlich begünstigt.[50]

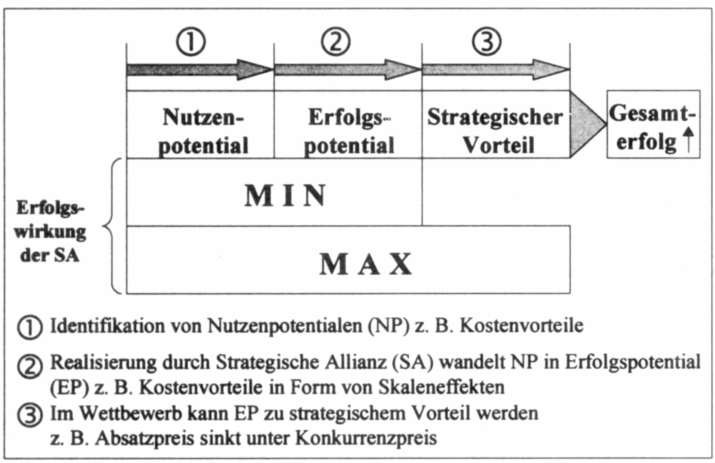


Abbildung 5: Erfolgswirkung Strategischer Allianzen

Unter dem Marktaspekt verfolgen Finanzintermediäre in erster Linie die Gewinnung zusätzlicher Marktanteile. Im Rahmen einer Allfinanzkooperation entstehen *Marktvorteile* durch die Erschließung neuer Kunden und die Erweiterung der Produktpalette. Die Ausdehnung des Leistungsspektrums ermöglicht den beteiligten Partnern den Zugriff auf das gesamte Anlagevolumen der Kun-

[48] Vgl. *Feiermuth/Minuz* (1999), S. 130.

[49] Zur Kennzeichnung des liquiditätsmäßig-finanziellen und technisch-organisatorischen Bereichs vgl. ausführlicher *Deppe* (1978); *Körnert* (1998), S. 33 ff., und den Beitrag von *Körnert* in diesem Band.

[50] Vgl. *Amely* (1993), S. 37 sowie *Bernet* (1999), S. 64 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

den und damit eine Steigerung der Rentabilität (Cross-Selling-Effekte).[51] Das umfassende Angebot an Finanzdienstleistungen führt aber auch zur Erhöhung der Kundenbindung und damit zur Abschottung der Kunden gegenüber der Konkurrenz.[52] Gerade in Märkten mit hoher Wettbewerbsintensität ist dieser Aspekt von entscheidender Bedeutung, da es in der Regel leichter ist, bereits bestehende Kundenbeziehungen aufrecht zu erhalten, als neue aufzubauen.[53] Ein weiterer Vorteil ist die Steigerung des Innovationspotentials durch die Internalisierung von Fähigkeiten und Kompetenzen des Kooperationspartners. Das Zusammenführen unterschiedlichen Markt-Know-hows begünstigt die Entwicklung völlig neuer Allfinanzprodukte, wodurch die zuvor genannten Vorteile verstärkt werden.

Für Unternehmen des finanziellen Sektors ist der Aspekt der *Risikominderung* seit jeher von zentraler Bedeutung. Mit Hilfe einer Strategischen Allianz erreichen Finanzintermediäre eine Reduktion des unternehmerischen Risikos durch Diversifikation in andere Geschäftsbereiche. Insbesondere die Ergänzung der Unternehmensportfolios führt zu einer größeren Immunität gegenüber wirtschaftlichen und makroökonomischen Veränderungen.[54] Im Allfinanzbereich kommt technologischen Entwicklungen – wie zum Beispiel dem Internet – eine Schlüsselrolle zu. Für die Sicherung beziehungsweise den Ausbau der eigenen Wettbewerbsposition sind Finanzintermediäre gezwungen, in neue Technologien zu investieren. Immer kürzer werdende Innovationszyklen erhöhen den Investitionsdruck zusätzlich. Je größer die Technologieinvestitionen und bestehende Unsicherheiten im technologischen Umfeld sind, desto sinnvoller ist die Teilung oder Reduktion damit verbundener Risiken. Im Rahmen einer Allfinanzkooperation erfolgt die Risikominderung durch die Zusammenarbeit in ausgewählten Wertschöpfungsbereichen.[55] Ein typisches Beispiel ist die gemeinsame Entwicklung und Einführung einer einheitlichen EDV-Plattform oder die gemeinschaftliche Entwicklung spezieller Internetprodukte.

Mit einem Allfinanzkonzept lassen sich also unterschiedliche Ziele verfolgen. Die genaue Festlegung und Konkretisierung der Ziele erfolgt im Rahmen der strategischen Unternehmensführung. Es bleibt festzuhalten, daß Allfinanzkonzepte – in Abhängigkeit der strategischen Ausrichtung – unterschiedliche Zielorientierungen aufweisen. Maßgeblich für den Erfolg der Allfinanzkonzepte

---

[51] Vgl. *Schuster/Wagner* (1999), S. 241.

[52] Vgl. *Zech/Kutz* (1999), S. 101.

[53] Vgl. *Feiermuth/Minuz* (1999), S. 139.

[54] So konnte empirisch belegt werden, daß in Niedrigzinsphasen die Zahl der abgeschlossen Bausparverträge steigt, während ein hohes Zinsniveau zu verstärktem Kontensparen führt. Vgl. *Amely* (1993), S. 39.

[55] Vgl. *Bernet* (1999), S. 59.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

durch Kooperation ist der Umsetzungsprozeß. Aus diesem Grunde werden im folgenden die einzelnen Stufen des Allianzbildungsprozesses näher untersucht.

II. Strategischer Entscheid

Als ersten Schritt auf dem Weg zur Strategischen Allianz bildet der *Strategische Entscheid* die Grundlage für den Erfolg. Neben der Identifikation von Nutzenpotentialen wird in dieser Stufe auch über die Zielsetzung der Allfinanzkooperation entschieden. Ein *Hauptproblem* dieser ersten Stufe sind die im Bereich der Strategischen Zielsetzung entstehenden *Zielkonflikte*. Zielkonflikte treten immer dann auf, wenn die Allianzpartner unterschiedliche Ziele verfolgen. Generell gilt, je mehr Unterschiede zwischen den Zielen der Partner existieren, desto größer ist auch das Konfliktpotential der zu bildenden Strategischen Allianz. Dadurch ergeben sich nicht nur Konsequenzen für das Management und die Gestaltung der Strategischen Allianz (zum Beispiel Konfliktmanagement), sondern auch Implikationen bei der Partnerwahl. Es ist daher die Forderung aufzustellen, daß beide Partner im Idealfall Vorteile durch die strategische Zielsetzung erlangen müssen. Denn nur die Schaffung einer *win-win*-Situation für alle Beteiligten sichert letztlich den Erfolg der Zusammenarbeit.[56] Der Erfolg Strategischer Allianzen in der Allfinanz wird also bereits durch deren Zielsetzung maßgeblich beeinflußt. Zusammenfassend läßt sich die Stufe des Strategischen Entscheids wie folgt darstellen (Abbildung 6):

Strategischer Entscheid	
Identifikation von Nutzenpotentialen im Allfinanzbereich	**Zielsetzung** der Strategischen Allianz
▪ Kostenvorteile ▪ Marktvorteile ▪ Risikominderung	▪ Welche Nutzenpotentiale sollen realisiert werden?

Abbildung 6: Strategischer Entscheid

[56] Vgl. *Bernet* (1999), S. 64 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Gestaltung der Strategischen Allianz

Nach Abschluß der ersten Stufe erfolgt in einer zweiten Stufe die *Gestaltung der Strategischen Allianz*. Ziel ist hier die inhaltliche Konkretisierung der Strategischen Allianz, damit die Suche nach geeigneten Kooperationspartnern in der darauffolgenden Stufe vereinfacht wird. Die grundlegende Gestaltung der Gesamtstruktur der Allianz bildet somit das Anforderungsprofil an den künftigen Partner. Die beiden großen Gestaltungsbereiche *Bestimmung des Kooperationsraumes*[57] und *der Bindungsintensität* enthalten neben den als wesentlich erachteten konstitutiven Merkmalen weitere gestaltende Parameter (Abbildung 7).[58]

Gestaltung der Strategischen Allianz	
Bestimmen des Kooperationsraumes	**Bestimmen der Bindungsintensität**
▪ Verflechtungsrichtung: horizontal, vertikal oder diagonal ▪ Wertschöpfungsaktivitäten: Vertrieb, Marketing, Produktion, Entwicklung ▪ Geographische Ausdehnung: lokal, regional, national oder international	▪ Zeithorizont: kurz-, mittel- oder langfristig ▪ Ressourcenzuordnung ▪ Rechtliche Basis

Abbildung 7: Gestaltung der Strategischen Allianz

Der Kooperationsraum wird durch die drei Dimensionen *Verflechtungsrichtung, zu verknüpfende Wertschöpfungsaktivitäten* und *geographische Ausdehnung* festgelegt. In bezug auf die Verflechtungsrichtung können die schon bekannten horizontalen, vertikalen und diagonalen Allianzen unterschieden werden.[59] Die zu verknüpfenden Wertschöpfungsaktivitäten ergeben sich in Abhängigkeit der strategischen Zielsetzung. Grundsätzlich können Kooperationen die gesamte Wertschöpfungskette der Partner umfassen. Im Rahmen einer Strategischen Allianz liegt der Kooperationsschwerpunkt üblicherweise auf wenigen ausgewählten Wertschöpfungsaktivitäten. Die geographische Ausdehnung als dritte Dimension des Kooperationsraumes kennzeichnet die Ebene, auf der die

[57] *Knoppe* (1997), S. 127 f., geht lediglich von einem zweidimensionalen Kooperationsfeld aus.

[58] Vgl. *Jansen* (2001), S. 147 f.

[59] Vgl. *Hungenberg* (1998), S. 482.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Strategische Allianz zustande kommt. Bezüglich der geographischen Ausdehnung der Zusammenarbeit wird zwischen *lokaler*, *regionaler*, *nationaler* und *internationaler Ebene* unterschieden.[60]

Bei der Bestimmung der Bindungsintensität wird über den *Zeithorizont* der Zusammenarbeit, die Art der *Ressourcenzuordnung* und die *rechtliche Basis* der Strategischen Allianz entschieden.[61] Ausschlaggebend für den zeitlichen Horizont der Zusammenarbeit sind die zu realisierenden Nutzenpotentiale. Dabei gilt, je kapitalintensiver eine Strategische Allianz ist, desto länger ist auch ihre zeitliche Dauer.[62] Die Art der Ressourcenzuordnung legt einerseits fest, welche Management-, Kapital- und Produktionsressourcen der Strategischen Allianz grundsätzlich zur Verfügung gestellt werden und andererseits, ob die kooperationsspezifischen Wertschöpfungsaktivitäten *gepoolt* oder *getrennt* erfolgen. Gepoolt bedeutet, daß die Allianzpartner die ausgewählten Wertschöpfungsaktivitäten gemeinsam durchführen und dafür einen eigenständigen Ressourcen-Pool bilden. Typisch sind gemeinsame Entwicklungsaktivitäten der Finanzintermediäre mit dem Ziel, neue Finanzdienstleistungen anbieten zu können. Bei getrennt durchgeführten Wertschöpfungsaktivitäten werden die Ressourcen geteilt, das heißt sie verbleiben im jeweiligen Unternehmen. Beispielsweise übernimmt der eine Partner die gesamte Produktion, während sich der andere Partner völlig auf den Vertrieb der Produkte konzentriert. Ein Beispiel hierfür ist die Citibank, die den Kunden keine eigenen Finanzprodukte anbietet, sondern auf das Leistungsangebot unterschiedlicher Partner zurückgreift. Die damit verbundenen Kostenvorteile gibt die Citibank durch günstigere Konditionen an die eigenen Kunden weiter. Die rechtliche Basis der Zusammenarbeit wird durch vertragliche Vereinbarungen gestaltet. Diese Verträge sind um so detaillierter zu formulieren, je höher der Grad der Ressourcenzuordnung ist.

Bei der Gestaltung der Strategischen Allianz treten *Schwierigkeiten* in erster Linie durch die bestehenden *Implikationen* auf. Vor allem die Festlegung der strategischen Zielsetzung, die schon in der ersten Stufe des Allfinanzkonzeptes erfolgte, hat konkrete Auswirkungen auf den Bereich der Bindungsintensität und dessen Gestaltungsparameter, da die Allianzziele nicht nur die rechtliche Basis mitbestimmen, sondern auch über den Zeithorizont der Zusammenarbeit entscheiden. Weitere Probleme entstehen durch den Einfluß der Ressourcenzuordnung auf die Organisationsstruktur und den Autonomieverlust bei geteilten Ressourcen. Besonders kritisch ist die Ausgestaltung der vertraglichen Grundlage, da sie gleich von mehreren Faktoren wie zum Beispiel der Auswahl der zu verknüpfenden Wertschöpfungsaktivitäten, der strategischen Zielsetzung oder

[60] Vgl. *Justus* (1999), S. 31.

[61] *Müller* (2003), S. 13, spricht in diesem Zusammenhang von Kooperationsintensität.

[62] Vgl. dazu ausführlicher *Müller* (1997), S. 181 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dem Grad der Ressourcenzuordnung unmittelbar abhängt. Daß die Ausgestaltung des Allianzvertrages wiederum die Höhe der Transaktionskosten bestimmt, ist ebenfalls zu berücksichtigen.[63] Entscheidendes *Problem* dieser zweiten Stufe ist allerdings die mit zunehmender Bindungsintensität steigende, gegenseitige Abhängigkeit der Kooperationspartner. Letztlich spiegelt sich die konsequente Gestaltung der Strategischen Allianz im unternehmerischen Erfolg wider.

IV. Partnerwahl

Nach der Gestaltung der Kooperation ergibt sich notwendigerweise die Suche nach potentiellen Partnerunternehmen für die angestrebte Allianz. Die Auswahl geeigneter Finanzintermediäre trägt maßgeblich zur Realisierung der Allianzziele beziehungsweise zur Schaffung strategischer Erfolgspotentiale im Allfinanzbereich bei.[64] Die richtige Partnerwahl ist somit ein weiterer Erfolgsfaktor für eine gut funktionierende Strategische Allianz.[65] Die zuvor erfolgte inhaltliche Konkretisierung bildet das Anforderungsprofil des zukünftigen Partners, welches Grundlage der *Kompatibilitätsanalyse* ist.[66] Im Rahmen der Partnersuche wird durch diese der *fundamentale, strategische* und *unternehmenskulturelle Fit* überprüft.[67]

Ein fundamentaler Fit besteht dann, wenn sich die von den Allianzpartnern jeweils eingebrachten Aktivitäten und Kompetenzen so ergänzen, daß die anvisierten Erfolgspotentiale mit großer Wahrscheinlichkeit zum unternehmerischen Erfolg beitragen (vergleiche dazu auch Abbildung 5). Eine ideale Voraussetzung für einen fundamentalen Fit ist das Vorliegen einer *win-win*-Situation, von der alle Beteiligten profitieren.[68] Aber auch der gemeinsame Wille zur Kooperation, das Vorliegen überdurchschnittlicher Nutzenpotentiale, überschaubare Risiken der Zusammenarbeit sowie eine balancierte Machtposition begünstigen den fundamentalen Fit. Eine balancierte Machtposition wirkt deshalb positiv, da Ungleichgewichte zu erfolgsmindernden Spannungen führen. Grundlegendes Erfolgskriterium für einen strategischen Fit ist die Übereinstimmung der strategischen Zielsetzungen der Partner.[69] In diesem Zusammenhang ist die Strategische Allianz immer als ein Teil der Gesamtunternehmensstrategie zu verstehen.

---

[63] Vgl. *Michel* (1994), S. 26.
[64] Vgl. *Höfer* (1997), S. 77.
[65] Vgl. *Maas* (1999), S. 82, und *Schmickler/Rudolph* (2002), S. 115 f.
[66] Zur Erarbeitung von Anforderungsprofilen vgl. *Linné* (1993), S. 99 ff.
[67] Vgl. *Knoppe* (1997), S. 143.
[68] Vgl. *Child/Faulkner* (1998), S. 93.
[69] Vgl. *Richter* (1996), S. 96.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vor diesem Hintergrund sind die folgenden *Erfolgsfaktoren* für einen strategischen Fit zu berücksichtigen:

- Abstimmung der Business Pläne, um Nischen-Kollisionen, in Form von abweichenden Teilstrategien auf untergeordneten nicht die Allianz direkt betreffenden Ebenen, zu vermeiden,
- Abgleich und Anpassung der Gestaltungsparameter und
- gleicher Planungs- beziehungsweise Zeithorizont für die Zielerreichung.[70]

Eine weitere wichtige Rolle bei der Partnerwahl spielen unternehmenskulturelle Aspekte. Die Bereitschaft der Partner, die unternehmenspolitisch und geographisch gewachsene Kultur des anderen zu akzeptieren, ist für eine dauerhafte und erfolgreiche Zusammenarbeit entscheidend. Die beteiligten Unternehmen müssen daher bestrebt sein, einen kulturellen Fit durch ein kompatibles System gemeinsamer Werte, Führungsstile und Kulturen unter Berücksichtigung nationaler Besonderheiten zu erzielen.[71] Treffen im Rahmen einer Strategischen Allianz verschiedene Unternehmenskulturen aufeinander, kann es zu Reaktionen wie *Kulturpluralismus, Kulturassimilation, Kulturübernahme* und *Kulturwiderstand* kommen.[72] Anhand der folgenden Abbildung 8 sei die Stufe der Partnerwahl noch einmal zusammenfassend dargestellt.

Partnerwahl		
Fundamentaler Fit	**Strategischer Fit**	**Kultureller Fit**
▪ Gemeinsamer Wille ▪ Win-win-Situation ▪ Überschaubare Risiken ▪ Überdurchschnittliche Nutzenpotentiale ▪ Balancierte Machtposition	▪ Übereinstimmung der strategischen Ziele ▪ Abstimmung der Businesspläne ▪ Abgleich und Anpassung der Gestaltungsparameter ▪ Gleicher Planungshorizont	▪ Pluralismus ▪ Assimilation ▪ Übernahme ▪ Widerstand

Abbildung 8: Partnerwahl

[70] Vgl. *Bronder/Pritzl* (1992), S. 36 ff.

[71] Ein umfassendes Phasenkonzept zum Management von Kulturunterschieden findet sich in *Stüdlein* (1997). Vgl. auch *Olbrich* (1999) und *Wolf* (2003).

[72] Eine genaue Definition dieser Begriffe findet sich in *Jansen* (2001), S. 141.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Nach Abschluß der Kompatibilitätsanalyse sollte sich das partnersuchende Unternehmen einen Überblick über die einzelnen Partneralternativen verschaffen.[73] Eine effektive Möglichkeit bietet die graphische Überführung der Ergebnisse in ein Kongruenzprofil, das den Übereinstimmungsgrad mit dem Anforderungsprofil für jedes einzelne Erfolgkriterium vereinfachend darstellt.[74] Ziel dieser Vorgehensweise ist es, analog zur Portfolio-Technik, komplexe Auswahlsituationen für die Entscheidungsträger strukturiert aufzubereiten und zu visualisieren, damit eine zielgerichtete und schnelle Partnerwahl erfolgen kann.[75]

Probleme entstehen in dieser dritten Stufe durch auftretende fundamentale, strategische und/oder kulturelle *Inkompatibilitäten*, die im Extremfall zur Auflösung der Allianz führen. Eine Inkompatibilität – auch „Misfit" bezeichnet – tritt immer dann auf, wenn fehlerhafte Partnerprofile zu einer falschen Beurteilung möglicher Partner führen. Ursachen sind zum Beispiel bestehende Informationslücken oder Fehler bei der Informationsbeschaffung, die die Ergebnisse der Kompatibilitätsanalyse verfälschen. Abschließend ist festzuhalten, daß mit Hilfe des Kongruenzprofils Konfliktfelder und deren Konfliktpotential erkennbar werden. Im Rahmen eines Allianzmanagements müssen diese gelöst oder abgeschwächt werden.[76]

V. Management der Strategischen Allianz

Nachdem bei der Partnerwahl eine bestmögliche Kompatibilität in den Bereichen fundamentaler, strategischer und unternehmenskultureller Fit erzielt wurde, ist in einer vierten und letzten Stufe das *Management der Allianz* zu bestimmen.[77] Diese Stufe ist durch die drei Schritte *Vertragsverhandlungen*, *Festlegen von Koordinationsinstanzen* und *Lernende Adaption und Überprüfung* gekennzeichnet (vergleiche Abbildung 9).

Für die *Vertragsverhandlungen* sind, auf Grundlage der zuvor entwickelten Anforderungen, Verhandlungsziele festzulegen. Solche Ziele können beispielsweise die Einschränkung der Folgen bei Versagen der Strategischen Allianz, Limitierung des Partners in bezug auf weitere Allianzen oder die Option zur Beteiligung an zukünftigen Entwicklungen und Produkten sein. Daneben sind Ma-

---

[73] Zur Begriffsabgrenzung von Komplementaritäts- und Kompatibilitätsanalyse vgl. *Schmickler/Rudolph* (2002), S. 116 ff.

[74] Ein Beispiel für ein solches partnerspezifisches Kongruenzprofil findet sich in *Straßner/Körnert* (2003), S. 24.

[75] Vgl. *Müller* (1997), S. 173 f.

[76] Vgl. *Knoppe* (1997), S. 170.

[77] Vgl. *Richter* (1996), S. 96.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nagementautoritäten, Kommunikationskanäle und Entscheidungsmechanismen weitere Bestandteile der Vertragsverhandlungen. Ergebnis ist schließlich die Festlegung eines, für die umzusetzende Strategische Allianz, adäquaten formalen Rechts-, Vertrags- und Koordinationsgefüges. Letzteres bestimmt die auftretenden Schnittstellen der Allfinanzkooperation.[78]

Management der Strategischen Allianz		
Vertragsverhandlungen	**Festlegen von Koordinationsinstanzen**	**Fortlaufende Überprüfung und Adaption**
▪ Verhandlungsziele ▪ Adäquates Rechts- und Vertragsgefüge ▪ Bestimmen der Schnittstellen	▪ Managerauswahl ▪ Managementfelder	▪ der Erwartungen, Erfolge und Probleme ▪ Organisationales Lernen, Kontinuierliche Verbesserungsprozesse ▪ Krisenmanagement

Abbildung 9: Management der Strategischen Allianz

Anschließend sind geeignete *Koordinationsinstanzen* zu definieren. Dabei hat sich in der Praxis gezeigt, daß durch eindeutige Kompetenzregelungen und Festlegung der Ansprechpartner viele Probleme frühzeitig erkannt und gelöst werden können. Neben einer gezielten Managerauswahl sind für ein erfolgreiches Management der Strategischen Allianz die erforderlichen Managementfelder zu definieren. Managementfelder wirken einerseits unterstützend für die Koordinationsinstanzen, indem sie deren Koordinations-, Steuerungs- und Kontrollaufgaben weitgehend vereinfachen, andererseits senken sie vorhandenes Konfliktpotential. Klassisches Beispiel ist der Einsatz eines Personalmanagements, das den kulturellen Fit durch eine Reihe personalpolitischer Aspekte positiv beeinflussen kann, zum Beispiel durch spezielle Schulungsmaßnahmen für Vertriebsmitarbeiter.[79] Die Folge ist eine gesteigerte Qualität des Gesamtmanagements. Sogar entstehende Krisen, die aus vorhandenen Konfliktfeldern erwachsen können und im schlimmsten Fall zur Allianzauflösung führen, lassen sich durch ein zuvor definiertes Krisenmanagement bewältigen.[80]

---

[78] Zur Gestaltung von Kooperationsverträgen vgl. *Schmoll* (2001), S. 96 ff.

[79] Gerade Allfinanzkooperationen zwischen Banken und Versicherungen erfordern aufgrund der unterschiedlichen Unternehmenskulturen und der Unterschiede der Geschäftsvorgänge den gezielten Einsatz entsprechender Personalmaßnahmen. Vgl. *Amely* (1993), S. 40 f.

[80] Vgl. *Bleicher* (1992), S. 278 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Das Management einer Allianz erfordert aber auch die fortlaufende Überprüfung der Erwartungen, Erfolge und Probleme sowie eine schnelle und flexible Anpassung an Veränderungen durch lernende Adaption. Beispielsweise können sich im Laufe der Zeit die strategischen Zielvorstellungen und die kulturellen Wertesysteme der Partner verändern. Allfinanzkooperationen entwickeln sich von einem Ausgangsstadium eines bestmöglichen Fits zu komplexeren Formen der Zusammenarbeit. Zwischenbetriebliche Lernprozesse wirken dabei als Katalysatoren.[81] Bei dieser Fortentwicklung muß immer wieder von neuem eine Kompatibilität (Gesamtfit) der Partner erzielt werden, damit die Allianz nicht auseinanderbricht. Das sogenannte Organisationale Lernen ist der entsprechende Mechanismus für die Weiterentwicklung einer Strategischen Allianz.[82] Vor diesem Hintergrund erweist sich der Lern- und Anpassungsprozeß, der sich über die gesamte Kooperation erstrecken muß, als kritischer Erfolgsfaktor. Strategische Allianzen sind also eher ein Lern- als ein Planungsprozeß, der im Zeitablauf oft zu neuen Kooperationsfeldern, neuen Produkten und zusätzlichen Investitionen führen kann.[83]

Im Rahmen eines Allianzmanagements treten *Konflikte* vor allem dann auf, wenn in den Vertragsverhandlungen nicht eindeutig geklärt wurde, welche Erwartungen jeder Partner an die Strategische Allianz stellt. Besonders schwerwiegend sind offen gebliebene, voneinander abweichende Zielvorstellungen, die in der Regel ein sofortiges Ende der Kooperation zur Folge haben. Auch ein unzureichender Management-Mix kann *latente* Konfliktfelder schaffen, die mit zunehmender Arbeitsbelastung des Managements verstärkt zu Tage treten.[84] Solche Diskrepanzen müssen frühzeitig erkannt und eliminiert werden. Die Implementierung eines Konflikt- und/oder Krisenmanagements ist dafür besonders geeignet. Grundsätzlich sollten bereits bei Eingehen der Kooperation das Verhalten und die Vorgehensweise im Konfliktfall festgelegt werden.

Die Umsetzung und Aufrechterhaltung einer Strategischen Allianz ist also kein statisches Gebilde, sondern ein evolutionärer Prozeß, dessen Ziel die fortlaufende Anpassung der Allianz an auftretende Änderungen ist. Die einzelnen Stufen sind dabei in einem iterativen Prozeß zu durchlaufen, damit entstandene Inkompatibilitäten aufgedeckt werden und die Allianzstruktur (im Bedarfsfall) entsprechend den neuen Anforderungen angepaßt wird.

---

[81] Vgl. *Zahn/Richter* (1995), S. 308.

[82] Vgl. auch *Oelsnitz* (2003), S. 516-519, und *Schächtele* (2004).

[83] Vgl. *Bronder* (1993), S. 103 f.

[84] Eine Darstellung verschiedener Konfliktarten findet sich in *Schmoll* (2001), S. 128 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Die Zukunft von Allfinanzkooperationen

Die Allfinanzkooperationen der Gegenwart und der Zukunft werden von dem Gedanken getragen, die Globalisierung und Internationalisierung von Unternehmen voranzutreiben. Anders als frühere Allfinanzstrategien, bei denen operative Aufgaben im Vordergrund standen, konzentrieren sich die modernen Allfinanzkooperationen auf strategisches Handeln zum Erwerb kritischer Fähigkeiten. Die Entwicklung vom operativen hin zum strategischen Bezug ist deutlich vorangeschritten. Strategisches Handeln bildet somit den Kern einer modernen Allfinanzkooperation. Dieses strategische Handeln zielt – im Gegensatz zur Vergangenheit – nicht mehr auf die Position im aktuellen Wettbewerb, sondern auf die Bewältigung von Herausforderungen, die es noch gar nicht gibt. Allfinanzkooperationen von heute sind also auf den zukünftigen Wettbewerb ausgerichtet. Im komplexen und volatilen Markt für Finanzdienstleistungen gewinnen Allfinanzkooperationen daher zunehmend an Bedeutung. Auf der organisatorischen Ebene stehen Unternehmen unterschiedliche Wege zur Umsetzung einer Allfinanzstrategie zur Verfügung. Die vorangegangenen Ausführungen haben gezeigt, daß der Strategischen Allianz – als institutionelle Form in der Allfinanz – eine große Bedeutung zur Gewinnung und/oder Sicherung von Erfolgspotentialen zukommt. Inwieweit für Finanzintermediäre die Strategische Allianz in Zukunft von Bedeutung sein wird, hängt unter anderem von kommenden Veränderungen im Wettbewerbsumfeld ab. Neben dem dynamischen Wandel üben besonders rechtliche und politische Rahmenbedingungen einen starken Änderungsdruck auf Allfinanzkooperationen aus. Erst wenn es den beteiligten Unternehmen gelingt, die Allianzstruktur flexibel zu halten, wird die Kooperation erfolgreich und auch von Dauer sein. Als Synopse der Ergebnisse verdeutlicht Abbildung 10 noch einmal Faktoren, die die Entwicklung von Allfinanzkooperationen beeinflussen beziehungsweise vorantreiben.

Es bleibt festzuhalten, daß die Strategische Allianz ein effektives Instrument ist, um zukünftigen Herausforderungen in der Allfinanz wirkungsvoll begegnen zu können. Insbesondere die diagonalen Strategischen Allianzen sowie hybride Formen wie zum Beispiel Allianznetzwerke oder Finanzkonglomerate werden zukünftig verstärkt im Fokus der strategischen Unternehmensführung von Finanzintermediären stehen.[85]

[85] Allianznetzwerke und Finanzkonglomerate unterscheiden sich durch eine unterschiedlich starke Bindungsintensität. Vgl. auch den Beitrag von *Reus/Benner* in diesem Band.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

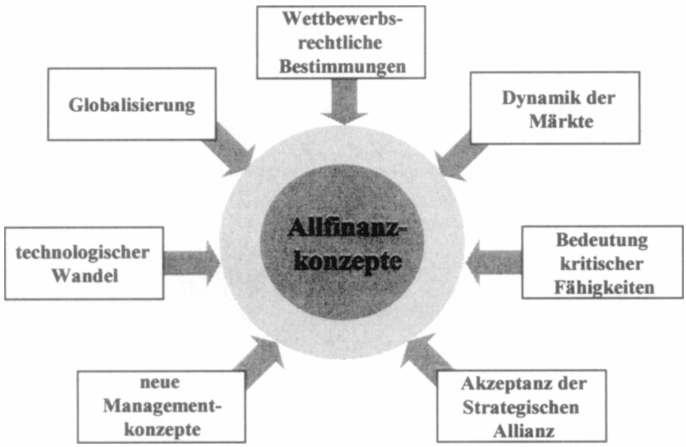


Abbildung 10: Einflußfaktoren auf Allfinanzkooperationen

Eine Systematisierung der Evolution von Allfinanzkooperationen kann anhand des Merkmals Komplexitätsgrad erfolgen. Den Ausgangspunkt bilden *lose Formen* in der Vergangenheit. Mit steigendem Komplexitätsgrad werden die heute aktuellen *Standard Formen*, durch *hybride Formen* substituiert. Die folgende Abbildung 11 gibt einen Ausblick auf einen möglichen Entwicklungspfad institutioneller Formen der Allfinanzstrategie.

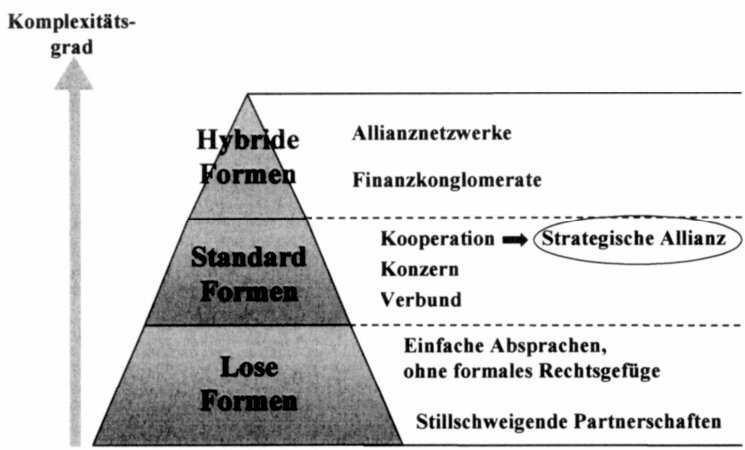


Abbildung 11: Evolution institutioneller Formen in der Allfinanz

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Literaturverzeichnis

Amely, T. (1993): Allfinanz-Konzerne als Problem der Bank- und Versicherungsaufsicht. Vorschläge zu einer integrativen Behandlung der Erfolgsrisiken. Köln.

Bernet, B. (1998): Multilaterale Allianzen im Finanzdienstleistungsmarkt. „Zeitschrift Führung und Organisation", S. 328-332.

– (1999): Allfinanzkooperationen als neues Strategieparadigma – Überlegungen zur Planung, Steuerung und Überwachung von Kooperationen zwischen Banken und Versicherungen. In: Allfinanz oder Financial Services? Aktuelle Trends im Finanzdienstleistungs-Bereich. Hrsg. v. B. Bernet u. a. St. Gallen, S. 53-78.

Bleicher, K. (1992): Der Strategie-, Struktur- und Kulturfit Strategischer Allianzen als Erfolgsfaktor. In: Wegweiser für Strategische Allianzen: Meilen- und Stolpersteine bei Kooperationen. Hrsg. v. C. Bronder / R. Pritzl. Wiesbaden, S. 264-295.

Bronder, C. (1993): Kooperationsmanagement: Unternehmensdynamik durch strategische Allianzen. Frankfurt a. M. u. a.

Bronder, C. / Pritzl, R. (1992): Wegweiser für Strategische Allianzen. In: Wegweiser für Strategische Allianzen: Meilen- und Stolpersteine bei Kooperationen. Hrsg. v. C. Bronder / R. Pritzl. Wiesbaden, S. 17-44.

Child, J. / *Faulkner*, D. (1998): Strategies of Co-operation: Managing Alliances, Networks, and Joint Ventures. „Oxford University Press", Oxford.

Deppe, H.-D. (1978): Eine Konzeption wissenschaftlicher Bankbetriebslehre in drei Doppelstunden. In: Bankbetriebliches Lesebuch. Hrsg. v. H.-D. Deppe. Stuttgart, S. 3-98.

Dinauer, J. (2001): Allfinanz: Grundzüge des Finanzdienstleistungsmarktes. 1. Aufl., München u. a.

Eisele, J. (1995): Erfolgsfaktoren des Joint-Venture-Management. „Neue betriebswirtschaftliche Forschung", Bd. 165, Wiesbaden.

Enke, M. / *Lohmann*, K. (1995): Verbraucherschutz bei Finanzdienstleistungen am Beispiel von Ratenkrediten. „Freiberger Arbeitspapiere", o. Jg., H. 6.

Feiermuth, M. / *Minuz*, M. (1999): Wettbewerbsstrategische Aspekte von Allfinanzkooperationen. In: Allfinanz oder Financial Services? Aktuelle Trends im Finanzdienstleistungs-Bereich. Hrsg. v. B. Bernet u. a. St. Gallen, S. 123-143.

Franke, D. (2002): Autobanken: Weiter auf Kurs. „Die Bank", S. 709-711.

Haller, M. (1999): Financial Services – diesmal ein Erfolg? In: Allfinanz oder Financial Services? Aktuelle Trends im Finanzdienstleistungs-Bereich. Hrsg. v. B. Bernet u. a. St. Gallen, S. 11-52.

Hax, G. (1997): Informationsintermediation durch Finanzanalysten: Eine ökonomische Analyse. Frankfurt a. M.

Höfer, S. (1997): Strategische Allianzen und Spieltheorie: Analyse des Bildungsprozesses strategischer Allianzen und planungsunterstützender Einsatzmöglichkeiten der Theorie der strategischen Spiele. Reihe: Planung, Organisation und Unternehmensführung, Bd. 55. Köln.

Hülsen, v. J. / *Schacht*, J. / *Schulz*, B. (2003): Bankassurance – Erfolgsmodell im Finanzdienstleistungssektor. „Die Bank", S. 120-127.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hungenberg, H. (1998): Strategische Allianzen in der Telekommunikation. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", S. 479-498.

James, H. / *Weidenbaum*, M. (1993): When Business Cross International Borders. Strategic Alliances and Their Alternatives. London.

Jansen, S. (2001): Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung. 4. Aufl., Wiesbaden.

Johnston, R. / *Lawrence*, P. (1989): Vertikale Integration II: Wertschöpfungspartnerschaften leisten mehr. „Havard Business Manager", H. 1, S. 81-89.

Justus, A. (1999): Wissenstransfer in Strategischen Allianzen: Eine verhaltenstheoretische Analyse. Göttinger Dissertation.

Knoppe, M. (1997): Strategische Allianzen in der Kreditwirtschaft. In: Lehr- und Handbücher zu Geld, Börse, Bank und Versicherung. Hrsg. v. G. Eilenberger. München.

Kohlhausen, M. (1999): Erweiterung oder Straffung der Produktpalette – eine ständige Herausforderung für Banken. In: Integration von Finanzdienstleistungen: BankAssurance – AssuranceBanking – Allfinanz. Hrsg. v. H. Corsten / W. Hilke. Wiesbaden, S. 53-84.

– (2000): Eröffnungsrede anläßlich der Herbst-Pressekonferenz der Commerzbank AG. 15. November 2000, Frankfurt a. M.

Körnert, J. (1998): Dominoeffekte im Bankensystem – Theorien und Evidenz. Berlin.

– (2003): Balanced Scorecard. Theoretische Grundlagen und Perspektivenwahl für Kreditinstitute. Berlin.

Linné, H. (1993): Wahl geeigneter Kooperationspartner: Ein Beitrag zur strategischen Planung von F&E-Kooperationen. In: Marktorientierte Unternehmensführung, Bd. 18. Hrsg. v. H. Freter. Frankfurt a. M. u. a.

Lohmann, K. (1978): Zur Theorie der Planung optimaler Wertpapieranlagen von Geschäftsbanken. In: Bankbetriebliches Lesebuch. Hrsg. v. H.-D. Deppe, Stuttgart, S. 429-452.

– (1989): Finanzmathematische Wertpapieranalyse. 2. Aufl., Göttingen.

– (1995): Stochastische Modelle zur Bewertung künftiger Zahlungsleistungen in betriebswirtschaftlicher Sicht. Göttingen.

Lucks, K. / *Meckl*, R. (2002): Internationale Mergers & Acquisitions: Der prozessorientierte Ansatz. Berlin u. a.

Lutz, V. (1993): Horizontale strategische Allianzen – Ansatzpunkte zu ihrer Institutionalisierung. In: Duisburger Betriebswirtschaftliche Schriften, Bd. 5. Hrsg. v. B. Rolfes et al. Hamburg.

Maas, P. (1999): Transformations-Management in der Allfinanz: Kooperation, Integration oder Illusion? In: Allfinanz oder Financial Services? Aktuelle Trends im Finanzdienstleistungs-Bereich. Hrsg. v. B. Bernet u. a. St. Gallen, S. 79-101.

Macharzina, K. (1993): Unternehmensführung: Das internationale Managementwissen. Konzepte – Methoden – Praxis. Wiesbaden.

Mengele, J. (1994): Horizontale Kooperationen als Markteintrittsstrategie im internationalen Marketing. Wiesbaden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Michel, U. (1994): Kooperation mit Konzept – Wertsteigerung durch strategische Allianzen. „Controlling", H. 1, S. 20-29.

– (1996): Wertorientiertes Management strategischer Allianzen. In: Controlling Praxis. Hrsg. v. P. Horváth. München.

Mirow, M. (1995): Strategische Allianzen zur Stärkung der Wettbewerbsposition. In: Neue Perspektiven für internationale Unternehmenskooperationen. Hrsg. v. A. Sell Hamburg u. a., S. 90-113.

Müller, C. (2003): Projektmanagement in FuE-Kooperationen – eine empirische Analyse in der Biotechnologie. Norderstedt.

Müller, J. (1997): Strategische Wertsystem-Allianzen. Bayreuth.

Müller-Stevens, G. (1993): Strategische Partnerschaften. In: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft. Hrsg. v. W. Wittmann / H.-U. Küpper / K. Wysocki. 5. Aufl., Stuttgart, Sp. 4064-4076.

Oelsnitz, v. d. D. (2003): Strategische Allianzen als Lernarena. „Wirtschaftswissenschaftliches Studium", S. 516-520.

Olbrich, M. (1999): Unternehmungskultur und Unternehmungswert. In: Moderne Finanzwirtschaft & Unternehmensbewertung. Hrsg. v. M. Matschke. Wiesbaden.

o. V. (2001): „The Wall Street Journal". Ausgabe 02.04.2001.

Pausenberger, E. (1989): Zur Systematik von Unternehmenszusammenschlüssen. In: „Wirtschaftsstudium", H. 11, Düsseldorf, S. 621-626.

Pfeffer, J. / *Salancik*, G. (1987): The external control of organizations. New York.

Pümpin, C. (1992): Strategische Erfolgspositionen: Methodik der dynamischen strategischen Unternehmensführung. Bern u. a.

Rath, H. (1990): Neue Formen der internationalen Unternehmenskooperation. Hamburg.

Richter, F. J. (1996): Strategische Allianzen deutschen und japanischen Firmen – Kooperation oder Konfrontation? „Zeitschrift für Planung", S. 91-104.

Ringel, J. (1991): Organisations- und Steuerungsfragen aus der Sicht eines international tätigen Kreditinstituts. In: Allfinanz – Strukturwandel an den Märkten für Finanzdienstleistungen. Hrsg. v. H. Krümmel u. a. Berlin, S. 193-208.

Schächtele, A. (2004): Organisationales Lernen durch Strategische Allianzen – Reflexe am Beispiel einer schweizerischen Versicherungsunternehmung. St. Gallener Dissertation.

Schäper, C. (1996): Entstehung und Erfolg zwischenbetrieblicher Kooperation: Möglichkeiten öffentlicher Förderung. In: Schriftenreihe des Betriebs-wirtschaftlichen Forschungszentrums für Fragen der Mittelständischen Wirtschaft e.V. Wiesbaden.

Schaper-Rinkel, W. (1998): Akquisitionen und strategische Allianzen: Alternative externe Wachstumswege. Wiesbaden.

Schierenbeck, H. / *Hölscher*, R. (1998): BankAssurance: institutionelle Grundlagen der Bank- und Versicherungsbetriebslehre. 4. Aufl., Stuttgart.

Schmickler, M. / *Rudolph*, T. (2002): Erfolgreiche ECR-Kooperationen. Vertikales Marketing zwischen Industrie und Handel. Neuwied.

Schmidt, T. (1998): Grundlagen einer Systemtheorie des Finanzsektors. Vorstudien zur Erschließung der Theorie sozialer Systeme als interdisziplinäre Integrationsperspektive. Berlin.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Schmoll, G. (2001): Kooperationen, Joint Ventures, Allianzen: Mit Auslandspartnern Wettbewerbsvorteile erzielen. Köln.

Schröder, G. (1991): Organisations- und Steuerungsfragen aus der Sicht einer Großsparkasse. In: Allfinanz – Strukturwandel an den Märkten für Finanzdienstleistungen. Hrsg. v. H. Krümmel u. a. Berlin, S. 209-220.

Schulte-Noelle, H. (1998): Renaissance der Allfinanz-Vision. „Zeitschrift Führung und Organisation", S. 324-328.

– (2003): Allfinanz – Zukunftsmodell der Finanzwirtschaft? „Die Bank", S. 260-264.

Schuster, L. / *Wagner*, A. (1999): Chancen und Risiken von Fusionen und Akquisitionen im Bankensektor. In: Integration von Finanzdienstleistungen: BankAssurance – AssuranceBanking – Allfinanz. Hrsg. v. H. Corsten / W. Hilke. Wiesbaden, S. 227-251.

Straßner, R. / *Körnert*, J. (2003): Strategische Allianzen als betriebswirtschaftliches Konzept zur strategischen Unternehmensführung. „Greifswalder Diskussionspapiere", o. Jg., H. 9.

Stüdlein, Y. (1997): Kulturelle Perspektive internationaler strategischer Allianzen – Phasenkonzept zum Management von Kulturunterschieden. Wiesbaden.

Tröndle, D. (1987): Kooperationsmanagement: Steuerung interaktioneller Prozesse bei Unternehmungskooperationen. Bergisch Gladbach u. a.

Ulrich, H. / *Fluri*, E. (1992): Management. 6. Aufl., Bern.

Vornhusen, K. (1994): Die Organisation von Unternehmenskooperationen: Joint-Ventures und strategische Allianzen in Chemie- und Elektroindustrie. In: Europäische Hochschulschriften: Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft; Bd. 1542. Frankfurt a. M. u. a.

Wagner, P. (1991): Die Bildung von Allfinanzkonzernen: Grundlagen und Ansatzpunkte der Integration von Bank und Versicherung in einem Allfinanzkonzern. Bern u. a.

Warth, W. (1997): Bancassurance – Potentiale der Banken. „Die Bank", S. 280-286.

– (2003): Bancassurance in Europa weiter auf dem Vormarsch. „Die Bank", S. 410-416.

Weimar, T. (1993): Strategische Allianzen – Notwendigkeit, Formen und Erfolgsfaktoren. In: Externes Wachstum – Allianzen, Beteiligungen, Akquisitionen. Hrsg. v. R. Eschenbach.

Wisshofer, H. (1994): Entwicklungen, Strategien und Problemstellungen beim Allfinanzkonzept. Berliner Dissertation.

Wolf, C. (2003): Marktorientierte Organisationskultur zur Koordination und Integration von Ingenieuren und Marketingexperten. Möglichkeiten ihrer Anwendung in Großbritannien und Deutschland. Berlin.

Wurche, S. (1994): Strategische Kooperation – Theoretische Grundlagen und praktische Erfahrungen am Beispiel mittelständischer Pharmaunternehmen. Wiesbaden.

Zahn, E. / *Richter*, F. J. (1995): Lernprozesse als Katalysatoren für das Technologiemanagement. In: Handbuchtechnologiemanagement. Hrsg. v. E. Zahn. Stuttgart.

Zech, J. / *Kutz*, S. (1999): Angebotserweiterungen als Herausforderung an Versicherungen. In: Integration von Finanzdienstleistungen: BankAssurance – AssuranceBanking – Allfinanz. Hrsg. v. H. Corsten / W. Hilke. Wiesbaden, S. 85-103.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Qualitätsdimensionen der Finanzberatung

Von Ursula Walther

A. Einleitung

Ein schärfer werdender Wettbewerb und tiefgreifende Veränderungen von Marktstrukturen, Rahmenbedingungen und Kundenverhalten prägen den Bankenmarkt seit geraumer Zeit. Das Geschäft mit dem privaten Kunden gilt als erfolgversprechend – vorausgesetzt es gelingt der Aufbau von langfristigen, stabilen Kundenbeziehungen.[1] Die Beratung des Kunden, insbesondere bei Geldanlagen und Wertpapiergeschäften, nimmt in diesem kunden- und serviceorientierten Ansatz eine zentrale Stellung ein. In einem Markt mit weitgehend uniformen Angeboten trägt das Beratungsangebot wesentlich zur Profilierung bei.[2] Doch haben sich die Finanzdienstleister gerade bei der Kundenberatung viel Kritik zugezogen,[3] obwohl wesentliche Qualitätsmerkmale und Problemfelder der Anlageberatung schon lange bekannt sind. Bereits 1968 empfiehlt *Getzlaff* dem kritischen Anleger, drei Dinge genau zu analysieren, bevor ein Beratungsangebot in Anspruch genommen wird:[4]

1. den Berater oder die beratende Stelle,
2. sich selbst,
3. die Anwendung der am speziellen Fall überprüften allgemeinen Anlagegrundsätze.

Damit sind zentrale Qualitätsmerkmale benannt, die auch aus heutiger Sicht unverändert Gültigkeit besitzen. Dennoch scheint das Angebot einer qualitativ hochwertigen Finanzberatung vielen Anbietern kaum zu gelingen. Finanzberatung ist eine vielschichtige und äußerst störanfällige Leistung mit schwer zu

---

[1] Zum „Relationship-Ansatz" *Heintzeler* (2001), S. 244 ff.; *Paul* (2002), S. 35. Vgl. auch die Beiträge von *Körnert*, *Reus/Benner* und *Brösel/Dintner/Keuper* in diesem Band.

[2] *Stein* (1999), S. 6, 29 u. 56 ff., spricht vom Beratungswettbewerb. Dennoch spielt in Lehrbüchern zur Bankbetriebslehre die Beratung bislang eine untergeordnete Rolle. *Stein* (1999), S. 23 u. 32. Vgl. *Eilenberger* (1996), S. 406; *Büschgen* (2002), S. 307 ff. u. 393.

[3] Beispiele für schlechte Ergebnisse bei Verbrauchertests bei *Weingarth* (2002), S. 192; *Reihlen* (2002), S. 185; *Kloepfer* (1999), S. 7-10.

[4] *Getzlaff* (1968), S. 619 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

überblickenden Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Angebotsmerkmalen. Der vorliegende Beitrag stellt die wesentlichen Qualitätsmerkmale im Rahmen eines Qualitätsmodells für Dienstleistungen strukturiert zusammen. Dies schafft eine Grundlage, um die Qualität von Finanzberatungen zu beurteilen und Angebote zielgerichtet zu gestalten.

Der Beitrag gliedert sich wie folgt: Teil B. stellt theoretische Grundlagen aus dem Bereich des Beratungsbegriffs, der Dienstleistungstheorie und der Informationsökonomie zusammen. In Teil C. wird ein geeignetes Qualitätsverständnis entwickelt und anschließend die Beratungsqualität aus juristischem Blickwinkel betrachtet. Schließlich werden die relevanten Qualitätsaspekte in einem einheitlichen, formalen Rahmen strukturiert. Teil D. behandelt spezielle Aspekte, insbesondere die Standardisierung. Eine Zusammenfassung schließt den Beitrag ab.

B. Theoretische Grundlagen zur Beschreibung der Finanzberatung

Als Grundlage für die Qualitätsbetrachtung der Finanzberatung werden zunächst wesentliche Merkmale des Beratungsbegriffs sowie einige Grundlagen der Dienstleistungstheorie und Informationsökonomie zusammengestellt, die für das Verständnis und die Diskussion des Qualitätsmodells wesentlich sind.

I. Begriff und Charakteristika der Beratung

Bei einer Beratung unterstützt ein Berater einen Ratsuchenden[5] bei der Lösung eines Entscheidungsproblems.[6] Die konkrete Erscheinungsform kann erheblich variieren. Charakteristische Merkmale einer Beratung lassen sich aus der Literatur zur Finanzberatung, aus juristischen und sozialpsychologischen Definitionen sowie Beiträgen zur Unternehmensberatung und -prüfung ableiten:

- Eine Beratung soll den Beratenen zu einer *eigenständigen* Entscheidung befähigen.[7] Dabei kann der Berater unterschiedlich stark und mit unterschiedlichem Rollenverständnis in den Entscheidungsprozeß eingreifen.[8] Die Grenze zur Bevormundung ist fließend.

---

[5] Der Ratsuchende wird im folgenden auch als Kunde bezeichnet. Zum Kundenbegriff bei Finanzdienstleistern ausführlich *Körnert* (2003), S. 148 f.

[6] *Patterson* (1991), S. 12; *Römer* (1998), S. 37; *Schwan/Seipel* (1999), S. 177.

[7] *Getzlaff* (1968), S. 622; *Kailich* (1990), S. 19; *Dietrich* (1991), S. 2; *Patterson* (1991), S. 13; *Richter* (2001), S. 47.

[8] Die Rolle reicht vom nur wenig beteiligten „Beobachter" bis zum dominierenden „Advokaten". *Richter* (2001), S. 143-147; *Kailich* (1990), S. 20. Ist der Beratene nicht

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- Berater und Beratenen verbindet eine besondere *Beziehung*, die als „führend-helfend" charakterisiert wird. Sie ist freiwillig, zeitlich befristet, entgeltpflichtig und sollte auf gleichgerichtetem Interesse fußen.[9]
- Beratung beruht auf einem *Informationstransfer.*[10] Charakteristisch ist ein Informationsgefälle zwischen Berater und Beratenem.[11] Der Berater versorgt den Beratenen „in der Form mit Informationen, daß aus den vorhandenen alternativen Problemlösungsmöglichkeiten gemeinsam die für den Beratenen bestmögliche ausgewählt werden kann".[12] Die Weitergabe von Informationen erfolgt nicht sachlich neutral, sondern hat wertenden Charakter; zur Tatsacheninformation tritt die Empfehlung.[13]
- Beratung hat stets eine *Ausbildungs-* und *Erziehungskomponente.*[14] Als Hilfe zur Selbsthilfe arbeitet Beratung auf Autonomie und Handlungsfähigkeit hin.[15]
- Beratung entsteht als *interaktiver Prozeß* zwischen Berater und Beratenem.[16] Der Informationsaustausch ist gegenseitig.[17] Der Beratungsprozeß kann unterschiedliche Teile des Entscheidungsprozesses begleiten.
- Zu Beginn kann bereits das Wecken von Beratungsbedarf Teil der Beratung sein.[18] Wird allerdings „einem anderen ein Problem lediglich suggeriert und anschließend eine Lösung für das in Wirklichkeit nicht vorhandene Problem geboten, so kann nicht mehr von Beratung, sondern lediglich von Akquisition gesprochen werden".[19]

---

zu einer eigenständigen Entscheidung fähig, geht die Beratung in die Fürsorge über. *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 38. In der Sozialpsychologie steht Beratung zwischen Therapie und Erziehung. *Dietrich* (1991), S. 2.

[9] *Schübeler* (1976), S. 81; *Schwan/Seipel* (1999), S. 8; *Dietrich* (1991), S. 2; *Bussmann* (1960), S. 16, grenzt zur neutralen Gutachtertätigkeit und Prüfung ab.

[10] *Richter* (1999), S. 9; *Lang* (2003), S. 31; *Schwan/Seipel* (1999), S. 10.

[11] *Schübeler* (1976), S. 81. Von Beratung lediglich zu Bestätigungs- oder Rechtfertigungszwecken wird hier abgesehen.

[12] *Patterson* (1991), S. 12. Vgl. *Bussmann* (1960), S. 19.

[13] *Schübeler* (1976), S. 81. Die Abgrenzung zur sachlich-neutralen Auskunft und Aufklärung ist juristisch relevant. *Lang* (2003), S. 27 ff.; siehe Abschnitt C.II.

[14] *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 42. Vgl. *Schulte/Tilmes* (1995), S. 417; *Cramer* (1995), S. 19; *Dietrich* (1991), S. 2.

[15] *Schwan/Seipel* (1999), S. 81. Wissenserwerb wird von Finanzberatungskunden als eigenständiges Ziel angegeben. *Kloepfer* (1999), S. 122.

[16] Der Prozeß hat mehrere Teilschritte, z. B. Auftragsklärungs-, Datenerfassungs-, Beratungs- und Umsetzungsphase. *Richter* (2001), S. 48. Ähnlich *Lang* (2003), S. 35.

[17] *Kailich* (1990), S. 13 u. 17; *Reihlen,* S. 28; *Richter* (2001), S. 27.

[18] *Schwan/Seipel*(1999), S. 177; kritisch dazu *Kloepfer* (1999), S. 51; *Hochberger* (2003), S. 152; *Stein* (1999), S. 27.

[19] *Schübeler* (1976), S. 81, fordert zumindest ein bestehendes „latentes" Problem.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- Ende und Ziel einer Beratung kann die reine Problemklärung sein, meist wird zumindest das Erarbeiten einer konkreten Lösung, etwa ein Maßnahmenkatalog angestrebt. Der Berater kann, muß aber nicht an der Umsetzung der empfohlenen Maßnahmen beteiligt sein.[20] Die Beratung kann nach der Lösung des aktuellen Entscheidungsproblems enden oder auf eine Fortsetzung angelegt sein.

II. Finanzberatung aus dem Blickwinkel der Dienstleistungstheorie

Eine Finanzberatung begleitet einen Entscheidungsprozeß zur Lösung eines finanzwirtschaftlichen Problems. Die Problemlösung erfolgt in der Regel durch finanzielle Transaktionen, etwa durch Kapitalanlagen, Kredite oder Versicherungen, also den Austausch von Zahlungs- und Haftungsleistungen. Solche Lösungselemente, definiert als „rechtlich bindende, gegenseitige Zahlungsversprechen, die rechtlich und wirtschaftlich marktfähige Leistungen darstellen", werden häufig als „Finanzprodukte" bezeichnet.[21] Die Finanzberatung stellt dann ein Bindeglied zwischen dem Ratsuchenden und den Finanzprodukten, die sein Problem lösen können, dar.[22] Finanzberatung kann als Leistungsbündel aufgefaßt werden, zu dessen Teilelementen sowohl der eigentliche Beratungsprozeß als auch die Lösungselemente gehören.[23] Ein Qualitätsmodell muß beide Aspekte berücksichtigen können.

Die Finanzberatung wird von den typischen Dienstleistungsmerkmalen Immaterialität und Integration geprägt.[24] Sowohl die Beratung selbst als auch die angestrebte Lösung sind nicht dinglicher Natur, eine Eigenschaft, die Erklärungsbedürftigkeit und Vertrauensempfindlichkeit fördert. Es ist die Integration eines externen Faktors nötig, denn der Beratene muß durch Bereitstellen von Informationen *aktiv* am Leistungserstellungsprozeß teilnehmen. Der Erfolg der Beratung hängt daher in hohem Maße von der Aktivität des Abnehmers ab. Bei Beratungsleistungen mit sehr geringer Integrationstiefe geht ein wesentlicher

---

[20] *Kailich* (1990), S. 19 f.; *Schwan/Seipel*, S. 9.

[21] Der Begriff Finanzprodukt ist theoretisch problematisch. Definition und Abgrenzung zum Begriff Finanzdienstleistung sind in der Literatur uneinheitlich. Im hier angeführten Sinne definieren z. B. *Kloepfer* (1999), S. 2, u. *Römer* (1998), S. 29-41. *Spremann* (2002), S. 91 spricht von „Finanzkontrakten".

[22] *Schütt* (1995), S. 3. Vgl. auch *Stein* (1999), S. 183; *Richter* (2001), S. 38.

[23] Zu Leistungsbündeln *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1994).

[24] *Meyer/Mattmüller* (1994), S. 351. Nach *Maleri* (1997), S. 3, ist eine Dienstleistung ein unter Einsatz externer Produktionsfaktoren für den fremden Bedarf produziertes immaterielles Wirtschaftsgut. Abweichend definieren *Benkenstein/Güthoff* (1996). Zum externen Faktor *Maleri* (1997), S. 148-172; *Eilenberger* (1996), S. 192. Gegenargumente zum externen Faktor speziell für Kreditinstitute diskutiert *Körnert* (2003), S. 145-147.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Beratungscharakter, die individuelle Empfehlung, verloren. Differenziert zu beurteilen ist das für viele Dienstleistungen ebenfalls typische Merkmal der Nichtspeicherbarkeit. Denn insbesondere durch Standardisierung und den Einsatz spezialisierter Software können wesentliche Teile der Leistung „vorproduziert" werden.[25] Zudem kann das Beratungsergebnis längerfristig nützlich sein, wenn es einen flexiblen Handlungsrahmen absteckt oder zu verbesserten Kenntnissen führt. Auch die Standortbindung ist gering, solange Anbieter und Nachfrager im Prozeß zusammenwirken können.[26] Weitere wichtige Aspekte der Finanzberatung zeigt die Unterscheidung in eine potentialorientierte, eine prozeßorientierte und eine ergebnis- oder produktorientierte Dimension.[27]

Potentialorientierte Dimension. In der Angebotsphase kann der Finanzberater keine fertige Beratung zur Begutachtung vorlegen. Der Anteil an Leistungseigenschaften, die der Interessent vor dem Kauf begutachten kann, sogenannte Sucheigenschaften[28], ist gering.

Prozeßorientierte Dimension. Eine Finanzberatung entsteht als interaktiver Prozeß zwischen Berater und Beratenem. Viele Eigenschaften der Leistung treten erst im Laufe des Beratungsprozesses zutage. Der Anteil an sogenannten Erfahrungseigenschaften ist hoch.

Ergebnisorientierte oder *produktorientierte Dimension.* Viele Eigenschaften einer Finanzberatung kann der Beratene selbst nach der Beratung nicht wahrnehmen oder beurteilen. Es liegen sogenannte Vertrauenseigenschaften vor.[29]

III. Anreizprobleme bei der Finanzberatung

Anreizprobleme belasten die Finanzberatung erheblich. Die Gefahr, ein „mit dem Mäntelchen „Anlageberatung" nur notdürftig verhüllter Anlageverkauf [zu sein], bei dem das Eigeninteresse des Verkäufers gar zu leicht in Widerstreit zu dem Nutzen des Sparers tritt",[30] ist für die Qualität der Beratung entscheidend.

---

[25] *Körnert* (2003) unterscheidet im Leistungserstellungsprozeß gedanklich einen Kombinationsvorprozeß und einen Kombinationsendprozeß. Zur Lagerfähigkeit und Speicherbarkeit von Dienstleistungen allgemein *Maleri* (1997), S. 105 ff.

[26] Zur Beratung über das Internet siehe *Büschgen/Büschgen* (2002), S. 224-229.

[27] *Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer* (1993); *Maleri* (1997), S. 96; *Römer* (1998), S. 47; *Richter* (2001), S. 21.

[28] Zu Such-, Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften *Kaas* (1992), S. 887 f.; *Schade/Schott* (1993), S. 17 f.; *Weibler/Adler* (1995); *Stein* (1999), S. 61 f.

[29] *Weibler/Adler* (1996); *Stein* (1999), S. 62.

[30] *Getzlaff* (1968), S. 618.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Das Verhältnis zwischen Berater und Beratenem weist alle Merkmale einer *Agency-Beziehung* auf.[31] Beide Seiten sind unvollständig und ungleich informiert, das Vorgehen des Beraters ist nicht vollständig beobachtbar, der Erfolg wird erheblich durch unsichere Umweltentwicklungen beeinflußt und das Ergebnis wirkt unmittelbar auf die Vermögensverhältnisse des Beratenen, nicht jedoch auf die des Beraters.[32] Soll zusätzlich die Eigenschaft der Integration betont werden, kann Finanzberatung als *Kontraktgut* aufgefaßt werden, als komplexes, hochwertiges Gut, das durch den Abnehmer spezifiziert wird.[33] Kontraktgüter unterliegen besonderen Informations- und Unsicherheitsproblemen. Man unterscheidet *exogene* Unsicherheit, die aus nicht beeinflußbaren Umweltzuständen resultiert, und *endogene* Unsicherheit, die Gefahr, daß eine Partei die andere bewußt schädigt. Endogene Unsicherheit kann weiter in Qualitätsunsicherheit und Verhaltensunsicherheit untergliedert werden.[34]

Qualitätsunsicherheit („*hidden characteristics*") bezieht sich auf bereits im Vorfeld feststehende Leistungsmerkmale, etwa die Qualifikation des Beraters, den geplanten Beratungsablauf oder die Ressourcenausstattung.[35] Verhaltensunsicherheit bezeichnet die Gefahr eines opportunistischen Verhaltens während des Beratungsprozesses. Es kann offen zutage treten oder dem Betroffenen verborgen bleiben. Offene Übervorteilung („*hold up*") im Rahmen der Finanzberatung wäre etwa das Aushorchen des Ratsuchenden, das anschließend zu unerwünschten Produktangeboten führt („*cross selling*") oder bei einer Kreditvergabeentscheidung berücksichtigt wird.[36] Bei *Hold up* kann der Betroffene reagieren, zum Beispiel die Geschäftsbeziehung abbrechen oder dem Image des Anbieters schaden.[37] Bei verdecktem Opportunismus („*moral hazard*" oder „*hidden action*") ist dies nicht möglich. Hier bergen Beratungen insbesondere die Gefahr der Manipulation. Denn durch eine gezielte Informationsgewährung oder Informationsverhinderung kann der Berater den Beratenen zu Entschei-

---

[31] *Weibler/Adler* (1996), S. 46; *Stein* (1999), S. 48 ff.; *Kloepfer* (1999), S. 106.

[32] Bei erfolgsabhängiger Vergütung wird auch der Berater finanziell berührt.

[33] *Kaas* (1992), S. 884; *Schade/Schott* (1993). Ausführliche Finanzberatung wird vor allem bei komplexen, bewußten Entscheidungen in Anspruch genommen. *Richter* (2001), S. 76 f.; *Stein* (1999), S. 63.

[34] Zum Folgenden *Kaas* (1992); *Schade/Schott* (1993); *Stein* (1999), S. 70-80.

[35] Adverse Selektion, das auf Qualitätsunsicherheit beruhende Verdrängen guter Qualität durch schlechte bis hin zum Marktversagen, kann in Anbetracht der dauerhaften Qualitätsmängel für den Markt der Finanzberatung nicht völlig ausgeschlossen werden. Allerdings sieht *Stein* (1999), S. 73, keine akute Gefahr für ein derartiges Marktversagen.

[36] *Kloepfer* (1999), S. 129; *Kruschev* (1999), S. 34-39, propagiert die qualitativ hochwertige private Finanzplanung, scheut sich aber nicht, Potentialausschöpfung, Cross Selling und Kreditrisikovorsorge (!) offen als Vorteile für den Anbieter anzuführen.

[37] Hold up ist eine Erfahrungseigenschaft, der Anbieter kann Vertrauen aufbauen. *Schade/Schott* (1993), S. 18; *Stein* (1999), S. 88 ff.; *Kaas* (1992), S. 894.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dungen bewegen, die dieser bei Kenntnis des korrekten Sachverhaltes nicht getroffen hätte. Viele Beratungsleistungen sind daher gesetzlich (Anwälte und Steuerberater) oder durch berufsständische Regeln (Unternehmensberater) reguliert. Für Finanzberatungen fehlen derartige Regelungen bislang weitgehend, sind aber für die Zukunft verstärkt zu erwarten.[38]

Qualitäts- und Verhaltensunsicherheit können durch verschiedene Maßnahmen reduziert werden. Zum einen können die Nachfrager ihren Informationsstand erhöhen („*screening*"). Zum anderen können seriöse Anbieter ihre Leistungsfähigkeit durch leicht wahrnehmbare Eigenschaften demonstrieren, die für weniger gute Anbieter schwer zu kopieren sind („*signaling*"). Schließlich können Anbieter Selbstbindungen eingehen. Alle drei Verhaltensweisen sind auf dem Markt für Finanzberatungen in vielfältiger Spielart zu beobachten.

Opportunistisches Verhalten kann grundsätzlich bei beiden Vertragsparteien auftreten.[39] Die gezielte Schädigung des Beraters durch den Beratenen ist möglich, indem kostenlose Beratung genutzt, die Transaktionen dann aber preisgünstiger bei einem anderen Anbieter erfolgen. Auch das Provozieren von Haftungsleistungen ist eine durchaus anzutreffende opportunistische Strategie.[40]

C. Qualität einer Finanzberatung

Qualität ist ein komplexes Phänomen. Je nach betrachteter Leistung und verfolgtem Zweck können höchst unterschiedliche Begriffsverständnisse angemessen sein. Ein für die Qualitätsbeurteilung von Finanzberatungen geeigneter Rahmen sollte die verschiedenen Teilleistungen, insbesondere sowohl die eigentliche Beratung als auch die gegebenenfalls dabei vermittelten Finanzprodukte erfassen können.[41] Im folgenden wird daher zunächst ein angemessener Qualitätsbegriff diskutiert. Anschließend wird der durch Gesetz und Rechtsprechung entwickelte juristische Mindeststandard der Beratungsqualität vorgestellt. Das Qualitätsmodell von *Mayer/Mattmüller*[42] bildet schließlich den Rahmen für

---

[38] *Richter* (2001), S. 4; *Schütt* (1995), S. 212. Im Jahr 2005 wird eine Richtlinie zur Versicherungsvermittlung in Kraft treten, die insbesondere eine Mindestausbildung und Registrierung von Versicherungsvermittlern fordert. BVK (2004).

[39] *Kaas* (1992), S. 890; *Stein* (1999), S. 78; *Kloepfer* (1999), S. 117 f.

[40] Dabei läßt sich ein gut informierter Kunde nur beraten, um im Verlustfall Schadenersatz wegen mangelhafter Beratung zu verlangen. *Krimphove/Regel* (2002), S. 7.

[41] Damit wird der in Kapitel B.I. abgegrenzte Beratungsbegriff sehr weit interpretiert. *Schütt* (1995), S. 151, beurteilt Beratung sogar ausschließlich anhand der Produkte. Allerdings können „gute Produkte beim falschen Kunden in der falschen Situation häufig zu besonders inadäquaten Ergebnissen führen". *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 43.

[42] *Meyer/Mattmüller* (1994), S. 358.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

eine systematische Zusammenstellung der verschiedenen Qualitätskomponenten.

I. Qualitätsbegriff und Qualitätsdimensionen

Grundlegend für den Qualitätsbegriff ist die Zweckorientierung. Ein Produkt oder eine Leistung hat zunächst nur Eigenschaften. Erst durch Zwecksetzungen werden aus Eigenschaften Qualitäten.[43] Damit fragt Qualität nach dem Grad der Eignung eines Gutes, das den jeweiligen Zweck bestimmende Bedürfnis zu befriedigen. Dieses Verständnis spiegeln sowohl technisch orientierte Qualitätsdefinitionen als auch die Marketingliteratur wieder.[44]

Bei einer zweckorientierten Qualitätsdefinition ist die Perspektive des Beurteilenden wesentlich. Grundlegend werden zwei Ansätze der Qualitätsdefinition unterschieden.[45] Beim kundenbezogenen Qualitätsbegriff steht die Wahrnehmung durch den Kunden im Mittelpunkt. Die Kriterien sind subjektiv.[46] Gemäß dem eher technisch orientierten, produktbezogenen Qualitätsbegriff soll Qualität durch objektive Kriterien beschrieben werden. Objektive Elemente sind anbieterbezogene Aspekte, die personenunabhängig und allgemein erkennbar und überprüfbar sind.[47] Da Finanzberatungen kein auf Qualität überprüfbares, technisches Transferobjekt besitzen, weisen Qualitätsurteile allerdings stets ein hohes Maß an subjektiven Komponenten auf.[48]

Die Qualitätsbeurteilung aus unterschiedlichen Perspektiven kann bei der Finanzberatung zu höchst unterschiedlichen Ergebnissen führen. Eine wichtige Rolle spielt dabei die Tatsache, daß Finanzberatungen ein hohes Maß an Vertrauenseigenschaften aufweisen. Eine Beratung, die der Beratene selbst als gut

---

[43] *Kolschen* (1996), S. 44, und die dort angegebene Literatur. Zum sogenannten teleologischen Qualitätsbegriff siehe *Kawlath* (1969), S. 48 ff.; *Griesel* (1978), S. 27.

[44] *Bruhn* (1997), S. 415. Die Norm DIN 55350 und die Deutsche Gesellschaft für Qualität definieren Qualität als die Gesamtheit von Eigenschaften und Merkmalen eines Produktes oder einer Leistung, die sich auf deren Eignung zur Erfüllung gegebener Erfordernisse beziehen. Vgl. auch *Meffert* (2000), S. 273.

[45] *Bruhn* (1997), S. 415 f.; *Meffert* (2000), S. 273; *Giesler* (1993), S. 41. Die Unterscheidung in objektive und subjektive Qualität wurde schon sehr früh in der Qualitätsdiskussion thematisiert und mehrheitlich akzeptiert. *Kawlath* (1969), S. 18. Als weitere Qualitätsauffassungen können transzendental, wertorientiert und herstellungsorientiert ergänzt werden. *Meffert/Bruhn* (2003), S. 271. Eine andere Klassifikation benutzt *Richter* (2001), S. 72.

[46] *Meffert/Bruhn* (2003), S. 270; *Kolschen* (1996), S. 44.

[47] *Meffert* (2000), S. 273. Da auch objektive Qualitätsmerkmale zunächst wahrgenommen werden müssen, ist fraglich, ob absolut objektive Qualität überhaupt existiert. *Giesler* (1993), S. 43. Bei *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 23, wird objektive Qualität weitgehend mit juristischer Qualität gleichgesetzt.

[48] Dies gilt allgemein für Dienstleistungen. *Maleri* (1997), S. 122.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

empfunden hat, muß von einem neutralen Dritten keineswegs ebenfalls positiv beurteilt werden.[49] Denn wesentliche Merkmale einer Finanzberatung, etwa ein methodisches Vorgehen oder der Einsatz theoretischer Konzepte, bleiben dem nicht entsprechend vorgebildeten Kunden verborgen, ein sachverständiger Dritter kann sie aber sehr wohl beurteilen. Und derartige Merkmale sind für den Kunden durchaus relevant, etwa wenn ein dem Kunden nicht angemessenes, zu hohes Risiko später zu Verlusten führt.[50] Auch latent vorhandene, unnötige Risiken, verpaßte Chancen oder zu hohe Kosten verschlechtern die Stellung des Kunden, ohne daß ihm dies je bewußt werden muß.

Aus Sicht des Anbieters[51] liegt der primäre Zweck der Beratungsleistung in der Generierung von Ertrag. Dieser Ertrag kann direkt und kurzfristig in Form einer Vergütung beziehungsweise Provision entstehen oder indirekt durch eher langfristig wirkende Effekte. Auch Qualität hat damit nur eine mittelbare Funktion. Dies hat einerseits ein Kosten-Nutzen-Kalkül für das angestrebte Qualitätsniveau zur Folge und andererseits nachhaltigen Einfluß auf die Relevanz verschiedener Teilqualitäten. Konflikte zur Perspektive des Beratenen liegen auf der Hand. Beispielweise ist aus einer marketingorientierten Perspektive eine angenehme Gesprächsatmosphäre ein wichtiges Qualitätsmerkmal. Aus Sicht der Verbraucherberatung wurde dagegen sogar vorgeschlagen, „einer kühlen, abweisenden und herablassenden Beratung den Vorzug vor psychologisch einfühlsamen Angeboten einzuräumen", weil die Gefahr der Verführung dann geringer ist und die Eigenverantwortlichkeit des Verbrauchers gestärkt wird.[52]

Verfolgt ein Anbieter langfristige Ziele, verringert sich tendenziell der Qualitätskonflikt zwischen Anbieter und Kunde. Denn subjektives Qualitätsempfinden weist einen engen Zusammenhang mit der Kundenzufriedenheit auf.[53] Diese wiederum wirkt positiv auf die Kundenbindung und läßt damit langfristig auf höhere Gewinne hoffen.[54] Anbieter, die im Sinne eines „Relationship Banking"

---

[49] Die Diskrepanz zwischen schlechten Ergebnissen bei Verbrauchertests und relativ guten Bewertungen bei Kundenbefragungen bestätigt dies. *Weingarth* (2002), S. 192 bzw. 198; *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 32. Nach *Richter* (2001), S. 72, erfordert eine „ordnungsmäßige" Finanzberatung die Berücksichtigung beider Perspektiven.

[50] Die Wahrnehmung des Qualitätsmangels tritt in diesem Fall ein, jedoch verzögert.

[51] Gemeint sind hier kommerzielle Anbieter. Gemeinnützige Anbieter von Finanzberatung, etwa die Verbraucherverbände, agieren eher aus Kundenperspektive.

[52] *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 29 u. 34. Vgl. zum „personalisierten Markt" *Stein* (1999), S. 89.

[53] Beides beruht auf dem Vergleich zwischen erwarteter und tatsächlich wahrgenommener Leistung. Ein Fehlen erwarteter Leistungskomponenten wird negativ, ein Vorhandensein unerwarteter Leistungen dagegen besonders positiv bewertet. Hierzu und zu einer Abgrenzung *Stauss* (1999), S. 6-12. Vgl. auch *Reihlen* (2002), S. 33 ff.; *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 25.

[54] Zu den genauen Zusammenhängen *Homburg/Giering/Hentschel* (1999); *Lohmann/Körnert* (2000), S. 199-202.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

langfristige Kundenbindung anstreben, werden sich daher um hohe subjektive Qualität bemühen. Die Ausprägung des Qualitätsbegriffes in der marketingorientierten Perspektive des „Total Quality Managements" spiegelt die Konzentration auf gut wahrnehmbare Merkmale wieder. Qualifizierte und verständliche Beratung, Flexibilität, hilfsbereites und verständnisvolles Personal, Bequemlichkeit, Verläßlichkeit und Vertrauenswürdigkeit gelten als wichtige Qualitätsmerkmale.[55]

Die kritischen Komponenten im Verhältnis zwischen Anbieter und Nachfrager stellen die objektiven Qualitätsmerkmale dar, insbesondere, wenn sie vom Beratenen nicht oder zumindest nicht kurzfristig beurteilbar sind. Sie tragen wenig zur Zielerreichung des Anbieters bei. Denn beim Absatz kann die Qualität vom Kunden nicht beurteilt werden;[56] im Verlauf der Beratung kann das Streben nach hoher objektiver Qualität sogar eine negative Reaktion des Beratenen zur Folge haben, beispielsweise wenn diesem die Unerreichbarkeit oder Unvernunft des geäußerten Zieles vermittelt werden muß.[57]

Eine wesentliche Quelle für formale und inhaltliche Qualitätsmerkmale der Finanzberatung sind die juristischen Kriterien einer anleger- und anlagegerechten Beratung, die im folgenden Abschnitt genauer vorgestellt werden.[58] Daneben existieren in der Literatur zur Finanzberatung vielfältige Aufzählungen von Qualitätsmerkmalen.[59] Eine besondere Stellung nehmen die Grundsätze ordnungsgemäßer Finanzberatung (GoFb) ein, die als wissenschaftlich fundierte und umfassende Richtschnur für qualitativ hochwertige Finanzberatung konzipiert sind.[60]

---

[55] *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 28. Vgl. die Merkmale im SERVQUAL-Ansatz zur Qualitäts-Messung von Dienstleistungsunternehmen. *Meffert/Bruhn* (2000), S. 224. *Richter* (2001), S. 75, schließt beobachtbare Teilqualitäten aus seiner Betrachtung sogar aus, da der Kunde hier nicht schutzbedürftig ist. *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 30, bemängeln die Vernachlässigung von Inhalt und Form der Beratung bei Banken.

[56] *Maleri* (1997), S. 124-126.

[57] *Richter* (2001), S. 73.

[58] Großen Einfluß auf die Entwicklung eines juristischen Qualitätsbegriff hatten die Verbraucherschutzeinrichtungen, die durch Tests auf Unzulänglichkeiten aufmerksam gemacht und auf individueller Ebene Prozesse angeregt und begleitet haben. *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S.23.

[59] Z. B. *Getzlaff* (1968); *Kailich* (1990), S. 103-145; *Schütt* (1995), S. 124-140 u. 199-204; *Cramer* (1995); *Boehm-Bezing* (1995); *Kruschev* (1999), S. 118-135, insb. S. 121; *Reihlen* (2002), S. 38-47; *Hochberger* (2003), S. 145; speziell zugeschnitten auf die Internetberatung *Büschgen/Büschgen* (2002), S. 226-229.

[60] Hintergrund ist die Idee des Financial Planning, hochwertige, umfassende Finanzberatung als eigenständige, kostenpflichtige Dienstleistung. Da die Qualität den entscheidenden Mehrwert gegenüber herkömmlicher, meist kostenloser Beratung darstellt, mußten kommunizierbare Qualitätsstandards entwickelt werden. *Richter* (2001).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

II. Qualitätsmerkmale einer Finanzberatung aus juristischer Sicht

Im Vordergrund der juristischen Qualitätsdiskussion steht die Klärung von Haftungstatbeständen. In einer langen Serie von Urteilen wurden Kriterien dafür entwickelt, wann ein Anlageberater seinen Aufklärungs- und Beratungspflichten hinreichend nachgekommen ist, also nicht für Verluste des Anlegers haftbar gemacht werden kann. Die aus der Rechtsprechung heraus entwickelten Normen haben 1994 durch die Wohlverhaltensregeln im Wertpapierhandelsgesetz (§§ 31 bis 37 WpHG) eine gesetzliche Grundlage erhalten.[61] Adressat der Aufklärungs- und Beratungspflichten sind die Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß Kreditwesengesetz (KWG). Andere Anlageberater unterliegen zwar nicht dem WpHG, jedoch den vergleichbaren, in der Rechtsprechung entwickelten Anlage- und Beratungsgrundsätzen.

Der genaue Umfang der Schutzpflichten hängt vom konkreten Einzelfall ab.[62] Entscheidend sind Art, Dauer und Intensität der Verbindung zwischen Berater und Beratenem sowie dessen Aufklärungsbedürftigkeit. Die geforderte anleger- und anlagegerechte Beratung beruht auf mehreren Einzelpflichten. Den Rahmen bilden allgemeine *Sorgfalts-* und *Interessenwahrungspflichten*, die durch stufenförmig aufeinander aufbauende *Explorations-* und *Fragepflichten*, *Informationspflichten* und *Beratungspflichten* konkretisiert werden. Eine generelle Beschränkung der Pflichten folgt aus dem Vorbehalt der Erforderlichkeit im Hinblick auf Art und Umfang der Geschäfte. Für spezielle Anlageinstrumente, insbesondere Derivate, existieren weitergehende Handlungs- und Informationspflichten.[63]

Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat seine Leistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse seiner Kunden zu erbringen.[64] Damit wird zunächst ein Mindestmaß an Individualität gefordert. Offen bleibt, inwieweit das vom Beratenen selbst definierte, subjektive Interesse oder ein – wie auch immer zu bestimmendes – objektives Interesse den Maßstab bestimmt. Ausgehend vom Bild des eigenverantwortlichen und kritischen Anlegers genügt die Berücksichtigung der subjektiven Interessen. Wird der Kunde als eine tendenziell irrationale, vor der eigenen unüberlegten Entscheidung zu schützende Person angesehen, liegt dagegen die Forderung nach einer objektiven Interessenwahrung, bis hin zur bewußten Bevormundung, nahe.[65]

---

[61] *Lang* (2003), S. 43 bzw. 54.

[62] Zum folgenden Absatz *Lang* (2003), S. 37-41.

[63] *Lang* (2003), S. 145; *Krimphove/Regel* (2002), S. 16-35.

[64] § 31 Abs. 1 Satz 1 Nr.1 WpHG.

[65] Nach *Blaich* (2002), S. 20, geht die juristische Literatur eher vom mündigen Anleger, der Verbraucherschutz tendenziell vom schutzbedürftigen Verbraucher aus. Vgl.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Interessenwahrungspflicht umfaßt die Vermeidung von Interessenkonflikten, die zwischen Kunde und Bank, aber auch zwischen mehreren Kunden einer Bank auftreten können.[66] Derartige Konflikte müssen vermieden und gegebenenfalls offengelegt werden.[67] Neben dem Insiderhandelsverbot werden insbesondere die faire und gleiche Behandlung von Orders und spezielle organisatorische Vorkehrungen explizit geregelt. Aus Vergütungsinteressen resultierende Konflikte stehen aus juristischer Sicht weniger im Vordergrund.[68]

Die Explorationspflichten[69] bilden die Grundlage für eine anlegergerechte, das heißt ausreichend individuelle Beratung. Der Umfang der Informations- und Beratungspflichten richtet sich nach der Aufklärungsbedürftigkeit des Anlegers und dem konkreten Geschäft. Daher muß der Berater zunächst die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden erfragen. Die Risikofähigkeit des Kunden ist auf Basis der wirtschaftlichen Verhältnisse zu ermitteln. Schließlich sind die Anlageziele und insbesondere die Risikoneigung zu erforschen. Die erforderlichen Angaben gehen hier grundsätzlich sehr tief. Sie werden rechtlich allein durch die Erforderlichkeit beschränkt.[70]

Die Informationspflicht des Beraters sichert die anlagegerechte, das heißt eine dem empfohlenen Anlageinstrument angemessene Beratung. Der Berater muß dem Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitteilen.[71] Gefordert wird neben der Vollständigkeit auch die Wahrheit, Verständlichkeit und Sachlichkeit der Informationen. Der Kunde darf nicht mit Informationen „überschüttet" werden. Ein wesentlicher Punkt ist, wann eine Verpflichtung zur Abgabe einer Empfehlung besteht.[72] Dies ist der Fall, wenn ein Beratungsvertrag[73] zustande gekommen ist.

Die juristischen Anforderungen sind detailliert und weitreichend. Dennoch wird ihre praktische Wirkung auf die Beratungsqualität sehr skeptisch beur-

---

Lang (2003), S. 148 u. 155; *Nitsch/Rouette* (2001) fordern die Berücksichtigung von Irrationalität bei der Bestimmung der Risikoneigung.

[66] § 31 Abs. 1 Satz 1 Nr.2 WpHG.

[67] *Lang* (2003), S. 155, spricht von relativer Vermeidung, die auf eine weitestmögliche Senkung des Konfliktpotentials gerichtet ist.

[68] Bei *Lang* (2003), S. 154-167, werden Konflikte aufgrund der Vergütung als wenig bedeutend eingestuft. Aus ökonomischer Sicht ist diese Einschätzung überraschend.

[69] § 31 Abs. 2 Nr.1 WpHG. Zur genauen Interpretation *Lang* (2003), S. 183-190.

[70] Allerdings darf der Kunde die Auskunft verweigern. *Lang* (2003), S. 185 f.

[71] § 31 Abs. 2 Nr.2 WpHG. Vgl. zum Folgenden *Lang* (2003), S. 208-216.

[72] Die subjektive Wertung ist wesentlicher Bestandteil einer Beratung, vgl. Kapitel B.I. Aus der auf rein sachlicher Auskunft beruhenden Anlagevermittlung wird die stärker haftungsrelevante Anlageberatung. *Lang* (2003), S. 204-208; *Blaich* (2002), S. 19 f.; *Krimphove/Regel* (2002), S. 24 f.

[73] Dieser muß nicht schriftlich fixiert sein. Es genügt, wenn der Kunde die Beratung wünscht und der Berater darauf eingeht. *Lang* (2003), S. 205.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

teilt.[74] Als Katalog von Anforderungen geben sie aber wichtige Hinweise zur Beurteilung von Beratungsqualität und setzten einen Mindeststandard.

III. Qualitätsmerkmale – ein systematischer Überblick

Im folgenden sollen die wesentlichen Qualitätsmerkmale der Finanzberatung systematisch zusammengestellt werden. Den formalen Rahmen bildet das Qualitätsmodell von Meyer/Mattmüller.[75] Dadurch entsteht zugleich ein Überblick über die betriebswirtschaftlichen Gestaltungsmöglichkeiten eines Beratungsangebotes.[76] Die Zusammenstellung zeigt Wechselwirkungen und Querbezüge verschiedener Leistungsmerkmale auf. Insbesondere wird deutlich, daß die Mehrheit der Kriterien als Ansätze zur Reduzierung von Qualitäts- oder Verhaltensunsicherheit interpretiert werden kann.

Das Qualitätsmodell von Meyer/Mattmüller setzt an der Dreiteilung der Dienstleistung in eine potentialorientierte, eine prozeßorientierte und eine produktorientierte Dimension an. Besonders betont wird die Bedeutung des externen Faktors. Insgesamt werden vier Teilqualitäten unterschieden: die Potentialqualität des Anbieters und die des Nachfragers, die Prozeßqualität und die Ergebnisqualität. Jede dieser Teilqualitäten umfaßt die zwei Teilaspekte technische Qualität („was") und funktionale Komponente („wie"). Damit berücksichtigt jede Teilqualität sowohl subjektive als auch objektive Qualitätsmerkmale.

Die Potentialqualität der Anbieter umfaßt die sachlichen, organisatorischen und menschlichen Potentiale, also die Eigenschaften und Fähigkeiten der die Leistung erbringenden Personen sowie ihrer technischen Ausrüstung und Hilfsmittel.[77] Die Potentialqualität greift den Qualitätseinfluß des externen Faktors, also des Beratenen ab. Prozeßqualität erfaßt den Leistungsprozeß, insbesondere die Wechselwirkungen zwischen Berater und Beratenem. Die Ergebnisqualität zerfällt in zwei Bereiche. Erstens das direkt nach Leistungserstellung vorhandene prozessuale Endergebnis, zweitens die Folge- oder Dauerqualität, die erst nach einem längeren Zeitraum hinweg ersichtlich wird. Diesen Qualitätsdimensionen sollen nun die Einzelmerkmale einer Finanzberatung zugeordnet werden.[78]

---

[74] *Stein* (1999), S. 30; *Kloepfer* (1999), S. 9; *Weingarth* (2002), S. 198.

[75] Dieses Qualitätsmodell führt Ansätze von Donabedian und Grönroos zusammen. *Meyer/Mattmüller* (1994), S. 358 ff.

[76] Zu derartigen Ansätzen: *Schütt* (1995), S. 204 ff.; *Hochberger* (2003), S. 142, oder die morphologische Matrix bei *Richter* (2001), S. 51.

[77] Vgl. *Meffert/Bruhn* (2003), S. 273.

[78] Eine Zuordnung auf Potential-, Prozeß- und Ergebnisqualität versucht *Hochberger* (2003), S. 145. Vgl. mit einer anderen Gliederung *Richter* (2001), S. 74.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

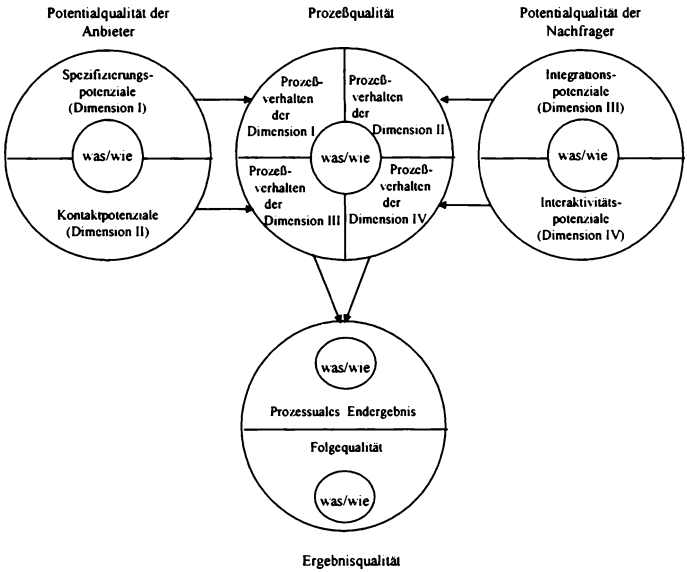


Abbildung 1: Das Qualitätsmodell von Meyer/Mattmüller[79]

1. Potentialqualität des Anbieters

Die Potentialqualität des Anbieters kann weiter in die Bereiche Qualifikation des Beraters, Informationsstand und organisatorische Einbettung, Vergütung, Unabhängigkeit, Vertriebswege und Technikausstattung untergliedert werden.

Qualifikation und Person des Beraters. Finanzberatung ist als personendominante Dienstleistung auf ein Höchstmaß an fachlicher und persönlicher Qualifikation des Beraters angewiesen.[80] Die Liste der Anforderungen ist lang. Sie beginnt bei Fachkompetenz, analytischem und methodischem Know how, reicht über kommunikative Fähigkeiten und Einfühlungsvermögen bis hin zur Psychologie und ist bei persönlichen Merkmalen wie Gewissenhaftigkeit, Integrität und einem angenehmen Erscheinungsbild noch lange nicht erschöpft. Umfang und Breite der Anforderungen machen die Beraterqualifikation zu einer natürlichen Schwachstelle der Beratungsqualität. Qualifizierung gilt vielen Anbietern als wichtiger Ansatzpunkt zur Qualitätssteigerung. Da die von einem einzelnen

[79] *Meyer/Mattmüller* (1994), S. 358. Die Teildimensionen werden im folgenden in einer auf die Finanzberatung angepaßten Untergliederung erläutert.

[80] *Kailich* (1990), S. 103-109; *Schütt* (1995), S. 130-132; *Boehm-Bezing* (1995), S. 53; *Kruschev* (1999), S. 130; *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 31; *Richter* (2001), S. 148-153; *Reihlen* (2002), S. 41; *Büschgen/Büschgen* (2002), S. 124; *Hochberger* (2003), S. 146.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Menschen realistischerweise erlernbaren Fähigkeiten beschränkt und die Kosten einer derart umfassenden Ausbildung hoch sind, besteht die Notwendigkeit, Prioritäten zu setzen. Häufig wird vornehmlich auf bessere kommunikative und psychologische Qualifikation Wert gelegt – eine aus Anbietersicht wenig überraschende Prioritätensetzung.[81] Sie wird unterstützt durch die Erkenntnis, daß Fachkompetenz allein die Beratungsqualität nicht sichert.[82] Im Sinne einer inhaltlichen Qualitätsverbesserung ist dies allerdings kritisch zu beurteilen. Insbesondere kann eine intensive psychologische Schulung die Fähigkeit zur Manipulation und damit das Verhaltensrisiko sogar erhöhen. Formale Beraterqualifikation eignet sich gut zur Signalisierung. Entsprechend wurden Berufsgrundsätze[83] und Zertifikate[84] zur Reduktion von Qualitätsunsicherheit etabliert.

Informationsstand und organisatorische Einbettung. Der Wissens- und Informationsstand des Beraters ist eine wesentliche Grundlage seiner Beratungskompetenz. Allerdings ist der Berater hier nicht allein auf seine eigenen Kenntnisse angewiesen. Als Mitarbeiter einer größeren Institution, durch Zugriff auf ein Netzwerk mit Spezialisten oder EDV kann er in vielen Teilbereichen auf externe Unterstützung zurückgreifen. Andererseits kann eine organisatorische oder vertragliche Bindung den Informationsstand auch verringern, wenn der Berater nur eine beschränkte Menge an Lösungen, insbesondere ein bestimmtes Angebot an Finanzprodukten, in die Lösungsfindung einbezieht. Je enger das berücksichtigte Produktspektrum, desto geringer ist die Chance einer paßgenauen Empfehlung.[85] Bei der Beurteilung der Potentialqualität sind diese Rahmenbedingungen differenziert zu berücksichtigen.[86] Der potentielle Konflikt zur Unabhängigkeit ist zu beachten.

Vergütung der Beratung. Beratung wird dauerhaft nur angeboten, wenn sie sich für den Anbieter wirtschaftlich lohnt. Daher hängen Umfang, Qualität und Art der Beratung wesentlich von der Vergütung der Beratung ab.[87] Hauptformen der Vergütung sind die folgenden Varianten:[88]

---

[81] So etwa bei *Carl/Letznig* (2002), S. VI, und in den dort folgenden Kapiteln.

[82] *Rehkugler et al.* (1992), S. 320 f.

[83] Z. B. die Grundsätze des DEVP Deutscher Verband Financial Planners e.V.

[84] Das bekannteste Zertifikat ist das vom Certified Financial Planner Board of Standards Inc. vergebene, geschützte Zertifikat CFP Certified Financial Planner.

[85] *Schütt* (1995), S. 185 ff., führt die Sortimentsbreite und Sortimentstiefe als qualitätsrelevante Elemente an.

[86] Auch bei organisatorischer Bindung kann das Angebotsspektrum groß sein, wenn auch Produkte von Drittanbietern angeboten werden. *Büschgen/Büschgen* (2002), S. 87.

[87] *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 37.

[88] Zu Vergütungsmodellen *Hochberger* (2003), S. 179-198; *Kruschev* (1999), S. 139-142. Beratung ohne erwerbswirtschaftliche Ambition bieten Verbraucherberatungen, *Schütt* (1995), S. 201. Die gezielte Marktbeeinflussung durch Beratung ist illegal.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- *Vergütung durch Provisionen.* Hier kann weiter danach unterschieden werden, ob die Provisionen direkt vom Anbieter des Finanzproduktes an den Berater bezahlt oder implizit durch die Kosten des nachgefragten Produktes abgedeckt werden.[89]
- *Separate Beratungsgebühr.* Beratungsgebühren können von unterschiedlichen Bemessungsgrundlagen abhängen. Diskutiert werden neben der pauschalierten Vergütung die zeitabhängige, die erfolgsabhängige und die volumenabhängige Vergütung.[90]
- *Langfristige Kundenbeziehung, Cross Selling und Imagepflege.* Angestrebt werden indirekte Erlöse aus weiteren Geschäften mit dem beratenen Kunden oder – im Fall der Imagepflege – auch mit anderen Kunden.

Jedes Vergütungsmodell setzt Anreize, sowohl für den Anbieter wie für den Nachfrager. Insbesondere wird die Zielstellung des Beraters geprägt. Erfolgt die Vergütung durch Provisionen, so ist der Berater zur Deckung seiner Kosten auf Produktverkäufe oder Produktvermittlungen angewiesen. Die Menge der abgesetzten Produkte definiert sein Einkommen. Soll der Berater neutral gegenüber dem Beratungsergebnis sein, so darf er aus der Umsetzung seiner Empfehlung keine Vorteile haben. Aus diesem Grund werden häufig direkte Beratungsgebühren gefordert.[91] Aber auch Beratungsgebühren können unerwünschte Anreize setzen.[92] So kann die zeitabhängige Vergütung zu unnötiger Ausdehnung des Beratungsgespräches, die Pauschalgebühr umgekehrt zu Oberflächlichkeit und Eile führen. Die erfolgsabhängige Entlohnung unterliegt dem Problem der Erfolgsmessung und stört die Neutralität gegenüber dem Beratungsergebnis. Auch für volumenabhängige Gebühren lassen sich unerwünschte Anreize nachweisen.[93] Schwierig zu beurteilen ist die Situation bezüglich der Hoffnung auf verbesserte Kundenbeziehung und Image. Grundsätzlich läßt die langfristige Perspektive auf eine Angleichung von Kunden- und Anbieterinteressen hoffen.[94] Eine auf die Beratung folgende, cross selling-motivierte Werbeflut muß andererseits als „hold up" gewertet werden. Umgekehrt ist aus Sicht des Anbieters

---

[89] *Schütt* (1995), S. 194, und *Hochberger* (2003), S. 184, unterscheiden Beratung, Vermittlung und Verkauf.

[90] *Richter* (2001), S. 160-164.

[91] Das Verhältnis zwischen Berater, Kunde und Finanzproduktanbieter ist ein Dreiecksverhältnis, in dem die Produktanbieter gezielt Anreize setzen. *Kloepfer* (1999), S. 113-116. Laut *Stein* (1999), S. 185, kann aber Kreditinstituten die legitime Verfolgung eigener Interessen kaum vorgeworfen werden. Unlauter ist höchstens die Täuschung.

[92] Siehe hierzu *Richter* (2001), S. 161-164; *Schütt* (1995), S. 201-203.

[93] Für die Rechts- und Steuerberatung ist das erfolgsabhängige Honorar verboten. Zu beiden Argumenten *Richter* (2001), S. 162.

[94] *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 34 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die nicht direkt vergütete Beratung eine Investition in den Kunden, die ein Verhaltensrisiko durch Abhängigkeit erzeugt.[95]

Unabhängigkeit und Objektivität. Der Berater beeinflußt das Beratungsergebnis und damit die nachfolgenden Handlungen des Kunden. Jeder Anreiz für den Berater, den Kunden im Sinne eigener oder der Interessen Dritter zu beeinflussen, bringt das Kundeninteresse in Gefahr. Die Unabhängigkeit und Neutralität des Beraters sowie seine Freiheit von Interessenkonflikten sind daher – in Übereinstimmung mit den juristischen Anforderungen – eine zentrale Forderung an die Beratungsqualität.[96] Abhängigkeiten können auf sehr verschiedenen Ursachen beruhen. Außer durch Anreize in Zusammenhang mit der Vergütung kann ein Berater auch aus rein persönlichen Vorlieben oder Vorurteilen heraus befangen sein.[97] Er kann als Mitarbeiter weisungsgebunden oder einem speziellen Anreizsystem unterworfen sein. Verträge können den Berater oder sein Unternehmen binden und gezielte Anreize von Dritten gesetzt sein. Nicht zuletzt können wirtschaftliche Abhängigkeiten bestehen. Abhängigkeiten und Interessenkonflikte sind wesentliche Ursachen von Verhaltensunsicherheit. Ausmaß und Relevanz sind pauschal nur schwer einzuschätzen.

Vertriebs- und Kommunikationswege. Die Vertriebswegegestaltung[98] definiert, welche Kommunikationswege zwischen Berater und Kunden möglich sind. Eine persönliche Beratung weist im Gegensatz zu einer Internetberatung höchst unterschiedliche Merkmale auf. Welche Wege geeignet sind, hängt von Beratungszielen und Beratungsinhalt sowie von persönlichen Merkmalen des Kunden wie Erwartungshaltung, Kenntnisstand und Präferenzen ab.

Technik- und Softwareausstattung. Da in der Finanzberatung häufig komplexe Informationen zu verarbeiten sind, ist die Ausstattung mit informationsverarbeitender Technik von großer Bedeutung.[99] Dabei wird durch EDV zum einen der Informationsstand, insbesondere das Fach- und Produktwissen des Beraters vergrößert. Zum anderen bietet die Software Analysemöglichkeiten an. Ob und wozu EDV-Unterstützung erfolgt und welche Art von Software eingesetzt wird, prägt die Beratung entscheidend.

---

[95] *Stein* (1999), S. 191, plädiert aufgrund dieser Anbieterbindung für separate Beratungsgebühren.

[96] *Kailich* (1990), S. 15; *Schütt* (1995), S. 126 f.; *Richter* (2001), S. 158-160.

[97] *Richter* (2001), S. 159, spricht von der inneren Einstellung des Beraters.

[98] Zu Distributionsformen *Hochberger* (2003), S. 162-179; vgl. auch *Schütt* (1995), S. 203 f.; *Boehm-Bezing* (1995), S. 50.

[99] *Kloepfer* (1999), S. 133; *Kruschev* (1999), S. 17; *Hochberger* (2003), S. 157. Vgl. hierzu Abschnitt D.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Potentialqualität des Nachfragers

Erfolg und Qualität der Finanzberatung hängen wesentlich von der Mitwirkung des Beratenen ab.[100] Die Mitwirkungsbereitschaft und Mitwirkungsfähigkeit des Kunden beruht auf verschiedenen Elementen. Die Grundeinstellung[101] zur Finanzberatung kann höchst unterschiedlich sein. Während einigen Menschen die Auseinandersetzung mit finanziellen Angelegenheiten unangenehm und lästig ist,[102] stellt sie für andere eine Quelle von Spaß und Vergnügen dar.[103] Der Ratsuchende muß die Fähigkeit mitbringen, seine Ziele und Restriktionen verständlich zu kommunizieren und die dargelegten Informationen zu verstehen, zu verarbeiten und rational umzusetzen. Je mehr Vorwissen er mitbringt, desto leichter wird dies gelingen. Bei sehr komplexen Informationen, wie in der Finanzberatung üblich, kann der Ratsuchende die empfohlene Entscheidung häufig nicht vollständig nachvollziehen und ist daher auf Vertrauen angewiesen.[104] Er muß bereit sein, Entscheidungskompetenz zu delegieren.[105] Vertrauen erfordert auch die Offenlegung persönlicher Daten – für viele Kunden ein erhebliches Problem.[106] Ohne korrekte Angaben des Kunden über seine finanziellen Verhältnisse, seine Ziele und Präferenzen kann der Berater aber keine gute Empfehlung abgeben. Der Beratungsprozeß beruht auf einer konstruktiven Kommunikation, die Mißverständnisse vermeidet. Berater *und* Beratener müssen dazu bereit und in der Lage sein.[107]

3. Prozeßqualität

Das umfangreiche Feld der Prozeßqualität wird hier in die Teildimensionen strukturierter Prozeß, Leistungsumfang und Beratungsziel, Auftragsklärung und

---

[100] *Maleri* (1997), S. 152; *Meyer/Mattmüller* (1994), S. 354. Auch die GoFb betonen die Mitwirkungspflicht des Kunden. *Richter* (2001), S. 191.

[101] Zur Einstellung *Lohmann/Körnert* (2000), S. 199; *Kailich* (1990), S. 131-135.

[102] *Kloepfer* (1999), S. 128.

[103] *Cramer* (1995), S. 7.

[104] *Ewers/Krüger/Reifner* (2000), S. 38 f., sprechen von emotionalen Surrogatleistungen, die für fürsorgliche Betreuungsverhältnisse typisch sind. Erkenntnisse des Behavioral Finance lassen zudem vermuten, daß viele Menschen zu rationalen Finanzanlageentscheidungen nicht fähig sind. Vgl. *Weingarth* (2002), S. 200.

[105] *Hochberger* (2003), S. 130-136.

[106] *Kloepfer* (1999), S. 128, stellt dies auch empirisch fest.

[107] Als einfachste Maßnahme wird hierzu gefordert, daß sich Berater und Kunde in bestimmten Merkmalen wie Alter oder Ausbildungsstand ähnlich sind. Aufwendigere Ansätze verwenden die Transaktionsanalyse oder das „Neurolinguistische Programmieren". *Reihlen* (2001), S. 33 bzw. 78-97; *Richter* (2001), S. 91-100.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vertrag, Kommunikation, Dokumentation, Servicequalität sowie Kundenorientierung und Individualität untergliedert.

Strukturierter Prozeß. Eine strukturierte Vorgehensweise in klar festgelegten Prozeßschritten gilt als erstrebenswertes Merkmal einer Finanzberatung.[108] Vielfach werden bestimmte Ablaufpläne formuliert.[109] Dies ist plausibel, da ein klar strukturierter Prozeß sowohl Qualitäts- als auch Verhaltensunsicherheit reduziert. Die Struktur kann vorab besprochen werden, der Kunde kann sie mit anderen Angeboten oder früheren Erfahrungen vergleichen und das tatsächliche Einhalten des Ablaufes beobachten. Der Berater wird durch die Struktur geführt. Fehler, Nachlässigkeiten oder andere Qualitätsmängel aufgrund menschlicher Leistungsschwankungen werden reduziert. Auch der Freiraum für Manipulationen wird geringer.

Leistungsumfang und Beratungsziel. Der Leistungsumfang eines Beratungsangebotes legt fest, welche finanziellen Fragestellungen in die Beratung miteinbezogen werden können oder sollen. Die Palette möglicher Leistungen ist groß.[110] Das Beratungsziel legt fest, welcher Abschnitt des Entscheidungsprozesses begleitet werden soll. Es kann von reiner Sachklärung über das Aufstellen eines Maßnahmenkatalogs bis zum konkreten Produktangebot oder sogar der Umsetzung reichen. Die Beratung kann entweder nur auf die aktuell zu treffende Entscheidung gerichtet oder auf Dauerhaftigkeit angelegt sein. Das genaue Beratungsziel hat unmittelbare Rückwirkungen auf mögliche Vergütungsformen und potentielle Abhängigkeiten des Beraters.

Auftragsklärung und Vertrag. Aufgrund der großen Bandbreite möglicher Beratungsinhalte und Beratungsziele kommt der Klärung des Auftrages hohe Bedeutung zu.[111] Neben den sachlichen Inhalten und den Erwartungen an das Ergebnis hat die Rollenklärung eine zentrale Bedeutung. Auch die der Beratung innewohnende Ausbildungs- und Erziehungskomponente kann unterschiedlich ausgeprägt sein. Das jeweils „richtige Maß" hängt von vielfältigen Faktoren, insbesondere von der Persönlichkeit und den Erwartungen des Kunden ab. Ein genaues Abstimmen der Leistung auf Beratungsbedarf und Erwartungshaltungen fördert die wahrgenommene Qualität. Kommunikationsproblemen und Enttäuschungen wird vorgebeugt, die Verhaltensunsicherheit wird reduziert.

---

[108] *Kruschev* (1999), S. 19; *Kloepfer* (1999), S. 26.

[109] *Schütt* (1995), S. 123; *Richter* (2001), S. 23; *Hochberger* (2003), S. 29.

[110] Z. B. allgemeine Grundlagenberatung, Vermögensaufbau- oder Anlageberatung, Liquiditätsplanung, Altersvorsorge und Versicherungsplanung. Spezieller auch Erbschaftsplanung, Nachfolgeregelung oder Schuldnerberatung. *Richter* (2001), S. 54; *Hochberger* (2003), S. 33; *Kruschev* (1999), S. 116-118.

[111] *Richter* (2001), S. 209, formuliert eine Pflicht zur Auftrags- und Rollenklärung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bei der Frage, ob der Auftrag zur Beratung in einem schriftlichen Vertrag festgehalten werden soll, stehen sich Aufwand und Nutzen gegenüber. Einerseits reduzieren Klarheit und Nachvollziehbarkeit der schriftlichen Fixierung die Qualitäts- und Verhaltensunsicherheit. Andererseits kann ein aufwendiger, letztlich aber doch unvollständiger Vertrag gegenüber dem schrittweisen Aufbau von Vertrauen das weniger effiziente Instrument sein.[112]

Gestaltung der Kommunikation. Die Anforderungen an den Kommunikationsprozeß und die Informationsübermittlung können in inhaltliche und persönliche Elemente untergliedert werden. Auf inhaltlicher Ebene werden – ähnlich den juristischen Anforderungen – Wahrheit, Vollständigkeit, Verständlichkeit und Sachlichkeit genannt.[113] Auf persönlicher Ebene sollten Kommunikationswege und Kommunikationsstil zum Beratenen passen, um einen konstruktiven Austausch möglich zu machen. Insbesondere sind manipulative Gesprächstechniken zu vermeiden.[114]

Dokumentation. Eine Dokumentation macht Beratungsverlauf und Ergebnisse sichtbar. Eine spätere Kontrolle der Zielerreichung wird erleichtert, an den Ergebnissen kann wieder angeknüpft werden.[115]

Servicequalität. Merkmale der Servicequalität wie Pünktlichkeit, Höflichkeit, Flexibilität und Freundlichkeit wirken auf alle Stufen des Beratungsprozesses ein.[116] Auch weniger offensichtliche Merkmale wie Verschwiegenheit, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit können hier eingeordnet werden, gegebenenfalls auch eine zügige und korrekte Abwicklung der festgesetzten Maßnahmen.

Kundenorientierung und Individualität. Kundenorientierung und Individualität sind zentrale Forderungen an die Beratungsqualität. Insbesondere die „Abkehr vom Produktverkauf" wird häufig genannt.[117] Die bisherigen Ausführungen haben deutlich gemacht, daß zur Ausrichtung auf den Kunden ganz verschiedene Bedeutungsinhalte zählen.[118] Auf sachlich-inhaltlicher Ebene zielt Beratung auf eine zu den persönlichen Rahmenbedingungen, Zielen und Präferenzen des Kunden passende Lösung. Dazu müssen die notwendigen Informationen über den Kunden korrekt erhoben, anschließend analysiert und schließ-

---

[112] *Stein* (1999), S. 81 ff., führt aus, daß besonders bei längerfristigen, von Vertrauen geprägten Beziehungen, die schwächere vertragliche Abmachung aufgrund der geringeren Transaktionskosten effizient sein kann.

[113] *Richter* (2001), S. 164-182; *Schütt* (1995), S. 135.

[114] *Richter* (2001), S. 181.

[115] *Richter* (2001), S. 182; *Boehm-Bezing* (1995), S. 49.

[116] *Cramer* (1995), S. 20; *Richter* (2001), S. 154 bzw. S. 156.

[117] *Boehm-Bezing* (1995), S. 48-50; *Kruschev* (1999), S. 17-19; *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 49.

[118] Vgl. *Richter* (2001), S. 131-143, der die „Beratung im bestmöglichen Kundeninteresse" diskutiert. Zur Kundenorientierung auch *Weingarth* (2002), S. 201.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lich bei der Entwicklung der Lösung tatsächlich und in sinnvoller Weise berücksichtigt werden. Auf persönlich-emotionaler Ebene bedeutet individuelle Ausrichtung auf den Kunden dagegen die Abstimmung von Beraterpersönlichkeit, Beratungsprozeß, Kommunikationsstil und Rahmenbedingungen auf den Beratenen. Zu vermuten ist, daß erhebliche Wechselwirkungen zwischen beiden Ebenen bestehen. Bei der Bestimmung der Risikoneigung eines Kunden im persönlichen Gespräch etwa können emotionale Faktoren kaum ausgeblendet werden. Selbst das Ausfüllen eines standardisierten Fragebogens wird durch den anwesenden Berater geprägt. Mißverständnisse aufgrund höchst unterschiedlicher Kommunikationsstile beeinflussen Datenerhebung und Datenanalyse. Klar ist, daß größtmögliche Individualität nicht zwingend auch zu höchster Qualität führt. Auf die zentrale Frage der Standardisierung und insbesondere den Einsatz von Beratungssoftware wird in Abschnitt C. noch gesondert eingegangen.

4. Ergebnisqualität

Die Ergebnisqualität greift vornehmlich die sachlich-inhaltliche Angemessenheit der gefundenen Problemlösung ab, wie sie von einem sachverständigen, neutralen Gutachter überprüft werden könnte. Insbesondere die tatsächliche Berücksichtigung kundenspezifischer Gegebenheiten auf dem Niveau anerkannter und theoretisch belegter Vorgehensweisen ist ein wesentliches Kriterium. Im Falle einer Kapitalanlageberatung könnte etwa nach einer ausreichenden Diversifikation, angemessenen Risiken oder der korrekten Berücksichtigung steuerlicher und rechtlicher Gegebenheiten gefragt werden. Auch Gestaltungsmerkmale und Preise empfohlener Produkte gehören zur Ergebnisqualität. Eine Grenze findet die Beurteilung der Ergebnisqualität darin, daß bei finanziellen Entscheidungen meist komplexe und schlecht strukturierte Probleme vorliegen, für die kein allgemeinverbindlicher optimaler Lösungsprozeß existiert.[119]

Nach einem gewissen Zeitraum kann der Erfolg der Lösung rückblickend beobachtet werden. Je genauer die Zielstellung formuliert wurde, desto eindeutiger wird die Beurteilung möglich sein. Die Korrektheit von Annahmen und Prognosen tritt zutage. Jedoch darf die Beratung auch rückblickend nur gemäß dem zum Beratungszeitpunkt vorliegenden Kenntnisstand bewertet werden.

IV. Zwischenfazit

Finanzberatung ist eine vielschichtige und komplexe Dienstleistung mit einer Vielzahl einzelner Gestaltungsmöglichkeiten. Offensichtlich sind nicht alle

[119] *Römer* (1998), S. 74.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ausprägungen von Leistungsmerkmalen sinnvoll miteinander kombinierbar. Widersprüche und Wechselbeziehungen zwischen einzelnen Qualitätskomponenten zeigen, daß ein hochwertiges Angebot sehr sorgfältig konstruiert werden muß. Nur ein differenziertes Abwägen und Abstimmen der angestrebten Leistungsqualität auf die zugrundeliegenden Sachverhalte, auf Möglichkeiten und Kunden eines Anbieters kann zu einer befriedigenden Lösung führen. Die Kosten-Nutzen-Relation wird den Rahmen des Möglichen und Sinnvollen beschränken. Klar ist, daß gute oder gar optimale Finanzberatung nicht durch einen pauschalen Kriterienkatalog erfaßt werden kann. Zu vielfältig sind Bedürfnisse, Rahmenbedingungen, Erwartungshaltungen und Ziele von Anbietern und Kunden. Allgemeingültige Empfehlungen gehen an der Komplexität der Dienstleistung Finanzberatung vorbei. Zwischen Discount-Brokerage und aufwendiger „ganzheitlicher" Beratung können auch verschiedenste Mischformen in guter Qualität ihren Platz finden.[120]

D. Der Einfluß von Standardisierung und Finanzerziehung auf die Finanzberatungsqualität

I. Standardisierung

Standardisierung zielt auf das Angebot einer weitgehend gleichartigen Leistung an viele Abnehmer. Die Motivation ist meist ein Senken der Kosten durch Steigerung der Effizienz. Bezogen auf Finanzberatung erscheint Standardisierung auf den ersten Blick als natürlicher Gegensatz einer qualitativ hochwertigen Beratung. Schließlich ist die Ausrichtung der Empfehlung auf die spezifische Kundensituation ein wesentliches Leistungs- und Qualitätsmerkmal. Bei näherer Betrachtung zeigt sich allerdings ein differenzierteres Bild:

- Von einem konsequenten portfoliotheoretischen Blickwinkel aus erfordert *jede* finanzielle Entscheidung die gesamthafte Berücksichtigung aller individuellen Details. Dies ist jedoch nicht nur aus Kostengründen unrealistisch[121], sondern wäre auch unter Qualitätsgesichtspunkten nicht optimal. Denn die Offenlegungserfordernisse und die daraus resultierenden Verhaltensunsicherheiten stehen der Genauigkeit der Lösung gegenüber.
- Auch die Standardisierung der Beratung muß vor dem Hintergrund der Qualitäts- und Verhaltensunsicherheit beurteilt werden. Aus Sicht des

[120] Vgl. *Boehm-Bezing* (1995), S. 53.

[121] *Steiner* (2003) schlägt aus Kostengründen eine stärker standardisierte Finanzplanung für weniger vermögende Kunden vor. Vgl. auch *Stein* (1999), S. 175. Aus juristischer Sicht gilt der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit. Vgl. Abschnitt C.II.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Kunden ist eine standardisierte Leistung im Vorfeld leichter zu beurteilen, der Aufwand für Marktvergleich und Qualitätsbeurteilung sinkt.[122] Aus Sicht des Anbieters reduziert die Standardisierung die für den einzelnen Kunden erbrachte Vorleistung und damit die Anbieterbindung.[123]

Die Standardisierung des komplexen Leistungsbündels „Finanzberatung" kann an sehr unterschiedlichen Stellen ansetzen. Beispielsweise kann am Ende eines durchaus individuellen Beratungsablaufes die Empfehlung hochgradig standardisierter Finanzprodukte stehen.[124] Es sollen im folgenden das Setzen standardisierter Annahmen im Zusammenhang mit der Definition von Zielgruppen sowie die Standardisierung des Beratungsprozesses unter Einsatz entsprechender Beratungssoftware näher betrachtet werden. Im Vordergrund stehen die Auswirkungen auf die Qualität. Kostenaspekte werden nicht gesondert betrachtet.

1. Standardisierung der Annahmen durch Zielgruppenbildung

Eine gut abgegrenzte Kundengruppe weist Ähnlichkeiten bezüglich möglichst vieler, relevanter Merkmale auf.[125] In der Finanzberatung können, aufbauend auf diese Merkmale, standardisierte Annahmen über Bedürfnisse, Ziele, Einstellungen, Kommunikationsstil etc. getroffen und die Beratungsgestaltung darauf abgestimmt werden.[126] Eine typische Annahme ist das Lebenszykluskonzept.[127] Legt man es pauschal zu Grunde, müssen weniger individuelle Merkmale des Einzelkunden erhoben werden. Treffen die Annahmen zu, führt der Beratungsansatz dennoch zu hoher Paßgenauigkeit zwischen spezifischer Kundensituation und Beratungsangebot, also zu guter Ergebnisqualität. Treffen sie nicht zu, wird umgekehrt mit hoher Wahrscheinlichkeit eine unpassende Empfehlung abgegeben.

Entscheidend ist, ob die Merkmale der Gruppenbestimmung tatsächlich beratungsrelevant sind und die anschließenden vereinfachenden Annahmen zutreffen. Im klassischen Bankmarketing werden vorwiegend soziodemographische Faktoren wie Alter, Einkommen oder Geschlecht zur Abgrenzung von Kunden-

---

[122] *Stein* (1999), S. 180 f., weist auf überbetriebliche Marktstandards hin, die die Qualitätsbeurteilung erheblich vereinfachen.

[123] *Stein* (1999), S. 177.

[124] Vgl. *Stein* (1999), S. 183; *Kloepfer* (1999), S. 105; *Kailich* (1990), S. 16.

[125] Zur Marktsegmentierung bei der Finanzberatung *Hochberger* (2003), S. 45 ff.

[126] Vgl. das Beratungskonzept von *Steiner* (2003) für weniger vermögende Kunden. Standardisierbare Kundenziele und -motive diskutiert *Weingarth* (2002), S. 204-210.

[127] *Hochberger* (2003), S. 74-77; *Böckhoff/Stracke* (1999), S. 83-85.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

segmenten benutzt.[128] Dabei werden wesentliche, für die Gestaltung der Anlageberatung relevante Verhaltensmuster, wie der bevorzugte Kommunikationsstil oder die individuelle Risikobereitschaft, nur sehr unzureichend abgebildet.[129] Daher wird zunehmend versucht, verhaltensbezogene Kriterien zur Kundensegmentierung einzusetzen. Die Kundengruppen sollen bezüglich ihrer Einstellungen, Erwartungen, Wertorientierungen sowie in Faktoren des Denkens und Fühlens homogen sein.[130] Auf eine derart abgegrenzte Zielgruppe könnte ein Beratungsangebot sicher mit besserem Erfolg zugeschnitten werden. Allerdings zeichnen sich Verhaltensmerkmale durch schwere Operationalisierbarkeit und Meßbarkeit aus.[131] Zudem müßten für eine paßgenau abgestimmte Beratung die Zielgruppen sehr eng definiert werden, also klein sein. Nicht zuletzt müßte sichergestellt sein, daß das Beratungsangebot tatsächlich nur Kunden der entsprechenden Zielgruppe angeboten wird. Dies dürfte mindestens für eine größere Universalbank mit breitem Leistungsangebot schwierig sein. Realistischer erscheint es also, das Abgreifen psychographischer Merkmale erst im Rahmen des Beratungsprozesses zur Standardisierung einzusetzen. Damit muß aber das Beratungsangebot insgesamt doch auf eine breite Zielgruppe abgestimmt werden, wodurch wesentliche Spezialisierungsvorteile entfallen.

2. Standardisierung des Beratungsprozesses unter Einsatz von Software

Im Rahmen des Beratungsprozesses können insbesondere die Datenerhebung, die Analyse und die Auswertung in Form einer Empfehlung oder eines Gutachtens durch den Einsatz von entsprechender Software unterstützt werden. Die Gestaltung und Leistungsfähigkeit der eingesetzten Software haben entscheidenden Einfluß auf den Ablauf der Beratung und ihr Ergebnis.[132] Die Software gibt vor, welche Daten in welcher Art und Weise erhoben werden. Die Analyse beruht auf den einprogrammierten Routinen und deren Annahmen, die Auswertung benutzt vorgegebene graphische Gestaltungsmöglichkeiten. Dieser

---

[128] *Büschgen/Büschgen* (2002), S. 77-82; *Kruschev* (1999), S. 46-51; *Patterson* (1991), S. 81 ff. Der Anbieter MLP verfolgt mit der Ausrichtung auf Hochschulabsolventen diesen Weg der Zielgruppenbildung.

[129] *Jasny* (2002), S. 48.

[130] Derartige psychographische Gruppen bilden die von der Beratungsfirma Sinus Sociovision auf Basis von Befragungen erstellten Sinus-Milieus. Abgegrenzt werden 10 Milieus, Gliederungsmerkmale sind „Grundorientierung" und „soziale Lage". *Hochberger* unterscheidet nur drei psychographische Cluster, nämlich „Zweifler", „Hilfesuchende" und „Unabhängige". *Hochberger* (2003), S. 78 bzw. 225.

[131] Vgl. *Büschgen/Büschgen* (1992), S. 80.

[132] *Kloepfer* (1999), S. 133. Eine Systematisierung verschiedener EDV-Systeme geben *Schulte/Tilmes* (1995). Einen Überblick über aktuelle Anwendungsprogramme *Hochberger* (2003), S. 158.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

hohe Grad an Standardisierung hat in mehrfacher Hinsicht Rückwirkung auf die Beratungsqualität. Diese sollen anhand der vier Dimensionen des vorgestellten Qualitätsmodells analysiert werden.

Potentialqualität. Die eingesetzte Software ist ein wesentlicher Bestandteil der Potentialqualität. Insbesondere Qualifikation und Informationsstand des Beraters werden tangiert. Durch die Fixierung in einem Anwendungsprogramm wird in erheblichem Maße Fachkompetenz auf die Softwareentwicklung übertragen. Es kann auf große Datenbanken zugegriffen werden. Das Wissen zentral angesiedelter, hochqualifizierter Spezialisten kann dezentral genutzt werden. Dies verändert die Qualifikationsanforderungen an den Berater.[133] Das Dilemma überbordender Anforderungen wird gemildert, wobei tendenziell eine stärkere Konzentration auf kommunikative und serviceorientierte Merkmale begünstigt wird. Führt dies so weit, daß der Berater die Inhalte des Programms nicht mehr nachvollziehen oder beeinflussen kann, wird die Beratung zum „Black-Box-System" für Kunde wie Berater. Das Risiko von Fehlanwendungen ist hoch. Für einen technisch versierten Kunden bietet gegebenenfalls die Beratung keinen Mehrwert mehr. Die Frage „*make or buy*" wird neu definiert.[134] Bei der Frage nach Unabhängigkeit und Objektivität sind Datengrundlage und Voreinstellungen des Systems zu beachten. Der Einsatz von Beratungssoftware kann Qualitätsunsicherheit reduzieren. Zwar kann der Kunde die Qualität der Software in der Regel weder direkt beobachten noch beurteilen.[135] Sie stellt für ihn eine Vertrauenseigenschaft dar.[136] Jedoch kann sie von Experten geprüft und mit anderen Angeboten verglichen werden. Der Einsatz einer als qualitativ hochwertig anerkannten Software kann als glaubwürdiges Signal dienen.[137]

Potentialqualität des Nachfragers. Der Einsatz von Datenverarbeitungssoftware kann naturgemäß höchst unterschiedliche Reaktionen des Kunden hervorrufen und die Bereitschaft zur Unterstützung sowohl begünstigen als auch hemmen. Insbesondere läßt der offene Einsatz von Software den Standardisierungsgrad ersichtlich werden und kann allein deshalb Ablehnung wie Zustimmung provozieren.

Prozeßqualität. Die Unterstützung durch Software fördert die Strukturiertheit des Beratungsablaufes. Die Manipulationsmöglichkeiten durch den Berater und die Abhängigkeit von dessen Einsatzbereitschaft werden geringer, so daß die Verhaltensunsicherheit sinkt. Der Leistungsumfang der Beratung und die Ziel-

---

[133] *Kailich* (1990), S. 112-114; *Hochberger* (2003), S. 158.

[134] *Römer* (1998), S. 129.

[135] *Reifner* beklagt die Verschleierung wichtiger Elemente und Informationen bei vielen Anwendungen. *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 50.

[136] Anders *Richter* (2001), S. 75, der die Software als sachbezogene Qualitätsdimension den vom Kunden beurteilbaren Merkmalen zuordnet.

[137] *Schulte/Tilmes* (1995), S. 419-423; *Weingarth* (2002), S. 201.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

stellung hängen unmittelbar vom Leistungsumfang des eingesetzten Programmpaketes ab. Die Klärung von Auftrag und Zielstellung werden grundsätzlich erleichtert. Der Kommunikationsprozeß kann erheblich durch die Technik geprägt sein. Vorstandardisierte Szenarioanalysen und Gutachten geben die Art der Kommunikation weitgehend vor. Zu beachten ist, daß allein die Darstellung der Information deren Wahrnehmung prägt, so daß hier ein erheblicher Einfluß auf das Beratungsergebnis möglich ist. Inwieweit die Ausrichtung auf den Kunden gefördert oder eher verhindert wird, hängt von Flexibilität und Qualität der Software ab. Die Chance liegt darin, anspruchsvolle, wissenschaftlich untermauerte Verfahren gemäß dem aktuellen Stand des Wissens in der individuellen Beratung nutzbar zu machen. Ein Anspruch, der ohne entsprechenden EDV-Einsatz völlig unrealistisch ist.[138] Die Kehrseite liegt bei einem auf Routinen minderer Komplexität und Qualität beruhenden Analyseprozeß, der nur wenige Pauschallösungen produzieren kann, dies jedoch geschickt unter einem Deckmantel individuell erscheinender Datenerhebung und Präsentation kaschiert.

Ergebnisqualität. Die Ergebnisqualität spiegelt bei starkem Softwareeinsatz in hohem Maß die Qualität des Anwendungsprogramms wieder. Hinzu kommt, ob die Programme in einer zu der Situation des Kunden passenden Art und Weise eingesetzt und notwendige Annahmen sorgfältig gewählt wurden. Entscheidend für die Ergebnisqualität ist ein sinnvolles Zusammenspiel der quantitativen und qualitativen Elemente

II. Finanzerziehung

Ein gut informierter, aufgeklärter Kunde bringt bessere Voraussetzungen mit, um den Beratungsprozeß qualitativ gut zu gestalten. Er kann das Beratungsangebot besser beurteilen und ist weniger anfällig für falsche Versprechungen. Die Bekämpfung der „financial illiteracy", der mangelhaften finanziellen Bildung in der Bevölkerung, ist aber nicht nur eine gesellschaftliche Aufgabe für Verbraucherschutz und Schule.[139] Auch für Banken könnte ein Beitrag zur Finanzerziehung ihrer Kunden interessant sein. Dies nicht nur, weil besser vorgebildete Kunden kompliziertere Finanzprodukte nachfragen und leichter für kostenpflichtige Beratung zu sensibilisieren sind.[140] Finanzerziehung bietet auch eine Chance zur Differenzierung. Ein gut vorgebildeter Kunde ist für einen seriösen Finanzberater ein besserer Partner, so daß höhere objektive Qualität erreicht werden kann. Zudem ist ein Beitrag zur höheren Kritikfähigkeit der Kunden nur für gute Anbieter interessant, stellt also ein glaubwürdiges Qualitätssignal

[138] *Kloepfer* (1999), S. 105, beschreibt diesen Prozeß für das Financial Planning.
[139] *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 41.
[140] *Hochberger* (2003), S. 152.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dar.[141] Einen interessanten Ansatz schlägt hier *Reifner* vor, der die Gruppenberatung durch Banken als effizientes Modell der Kundenerziehung anregt.[142]

E. Zusammenfassung

Finanzberatung nimmt im Wettbewerb der Finanzdienstleister eine wichtige Stellung ein, unterliegt aber dennoch anhaltender Kritik wegen mangelhafter Qualität. Der Beitrag stellt die wesentlichen Qualitätselemente der Finanzberatung in einem konsistenten Ansatz strukturiert zusammen und schafft damit eine Grundlage für die Beurteilung und die gezielte Konzeption attraktiver Beratungsangebote. Theoretische Grundlagen für die Analyse der Finanzberatung bieten der Beratungsbegriff, die Dienstleistungstheorie und informationsökonomische Konzepte. Die Analyse des Qualitätsbegriffs zeigt, daß nur die Berücksichtigung subjektiver und objektiver Qualitätsmerkmale angemessen sein kann. Konkrete Anforderungen an die formale und inhaltliche Beratungsqualität liefern die Elemente einer anleger- und anlagegerechten Beratung aus juristischer Sicht. Das Qualitätsmodell von Meyer/Mattmüller erweist sich schließlich als tragfähiger Rahmen, in den alle wesentlichen Qualitätsmerkmale eingeordnet werden können. Aufbauend auf diese Struktur wird im letzten Abschnitt die Qualitätswirkung von Standardisierungsansätzen, insbesondere der Zielgruppenbildung und des Einsatzes von Beratungssoftware, analysiert. Einen weiteren interessanten Aspekt zur möglichen Qualitätssteigerung bilden Maßnahmen der Finanzerziehung.

Literaturverzeichnis

Benkenstein, M. / *Güthoff*, J. (1996): Typologisierung von Dienstleistungen. „Zeitschrift für Betriebswirtschaft", Jg. 66, S. 1493-1510.

Blaich, A. (2002): Die Pflicht des Beraters. „Bankmagazin", Nr. 11, S. 19-28.

Böckhoff, M. / *Stracke*, G. (1999): Der Finanzplaner. Heidelberg.

Boehm-Bezing, C. von (1995): Erfolgsfaktoren im Wettbewerb um den vermögenden Privatkunden. In: Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Hrsg. v. J.-E. Cramer / B. Rudolph. Frankfurt a. M., S. 45-56.

Bruhn, M. (1997): Messung und Sicherstellung der Dienstleistungsqualität im Kreditgewerbe (Teil I). „Kredit und Kapital", Jg. 30, S. 412-444.

Büschgen, H. (1998): Bankbetriebslehre. 5. Aufl., Wiesbaden.

[141] Dagegen mangelt es der reinen Werbung an Glaubwürdigkeit, da schlecht nachprüfbare Behauptungen leicht aufzustellen sind. *Stein* (1999), S. 91.

[142] *Evers/Krüger/Reifner* (2000), S. 46.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Büschgen, H. / *Büschgen*, A. (2002): Bankmarketing. 2. Aufl., Düsseldorf.

Bussmann, K. (1960): Betreuung und Prüfung der Unternehmungen. Wiesbaden.

BVK (2003): Bundesverband Deutscher Versicherungskaufleute. Mitglieder-Info, Nr. 1 vom 01.03.2003.

Carl, R. / *Letznig*, M. (2002): Vorwort. In: Finanzberatung. Hrsg. v. R. Carl / M. Letznig. Stuttgart. S. V-VII.

Cramer, J.-E. (1995): Anforderungen an eine professionelle Anlageberatung und Vermögensverwaltung. In: Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Hrsg. v. J.-E. Cramer / B. Rudolph. Frankfurt a. M., S. 45-56.

Dietrich, G. (1991): Allgemeine Beratungspsychologie. 2. Aufl., Göttingen.

Eilenberger, G. (1996): Bankbetriebswirtschaftslehre. 6. Aufl., München.

Engelhardt, W. / *Kleinaltenkamp*, M. / *Reckenfelderbäumer*, M. (1993): Leistungsbündel als Absatzobjekte. In: Integratives Dienstleistungsmanagement. Hrsg. v. H. Corsten. Wiesbaden, S. 31-69.

Evers, J. / *Krüger*, U. / *Reifner*, U. (2000): Beratungsqualität in Finanzdienstleistungen. Baden-Baden.

Getzlaff, K.-P. (1968): Vermögensberatung – ihr Zweck und ihre Grenzen. „Der langfristige Kredit", Jg. 19, S. 617-622.

Giesler, H. (1993): Direkt-Marketing bei Banken. Wiesbaden.

Griesel, H. (1978): Qualitätspolitik im Wettbewerb der Kreditinstitute. Berlin.

Heintzeler, F. von (2001): Zukunft der Bank – Bank der Zukunft. „Die Bank", S. 244-249.

Hochberger, B. (2003): Financial Planning. Wiesbaden.

Homburg, C. / *Giering*, A. / *Hentschel*, F. (1999): Der Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit und Kundenbindung. „Die Betriebswirtschaft", Jg. 59, S. 174-195.

Jasny, R. (2002): Erwartungen von Kunden an die Finanzberatung. In: Finanzberatung. Hrsg. v. R. Carl / M. Letznig. Stuttgart. S. 41-59.

Kaas, K. P. (1992): Kontraktgütermarketing als Kooperation zwischen Prinzipalen und Agenten. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 44, S. 884-901.

Kailich, N. (1990): Qualität der Bankberatung im Firmenkundengeschäft. Bergisch Gladbach.

Kawlath, A. (1969): Theoretische Grundlagen der Qualitätspolitik. Wiesbaden.

Kloepfer, J. (1999): Marketing für die private Finanzplanung. Wiesbaden.

Kolschen, S. (1996): Qualität von Finanzdienstleistungen. Dissertation. TU Bergakademie Freiberg.

Körnert, J. (2003): Balanced Scorecard. Berlin.

Krimphove, D. / *Regel*, D. (2002): Erfolgreiche Anlageberatung. Stuttgart.

Kruschev, W. (1999): Private Finanzplanung. Wiesbaden.

Lang, V. (2003): Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen. München.

Lohmann, K. / *Körnert* J. (2000): Ausgangspunkte eines systemorientierten Managements der Kundenzufriedenheit am Beispiel von Direktbanken. In: Banken im Wan-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

del: Direktbanken und Direct Banking. Hrsg. v. H. Locarek-Junge / B. Walter. Berlin. S. 195-232.

Maleri, R. (1997): Grundlagen der Dienstleistungsproduktion. 4. Aufl. Berlin.

Meffert, H. (2000): Marketing. 9. Aufl., Wiesbaden.

Meffert, H. / *Bruhn*, M. (2003): Dienstleistungsmarketing. 4. Aufl., Wiesbaden.

Meyer, A. / *Mattmüller*, R. (1994): Qualität von Dienstleistungen. In: Integratives Dienstleistungsmanagement. Hrsg. v. H. Corsten. Wiesbaden, S. 349-367.

Nitzsch, R. von / *Rouette*, Ch. (2001): Basisrichtlinien zur Ermittlung der Risikoeinstellung eines Anlegers in der Vermögensanlageberatung. Forschungsbericht 01/03v1. RWTH Aachen.

Patterson, A. (1991): Vermögensstrukturberatung durch Finanzdienstleister. Kiel.

Paul, S. (2002): Umbrüche im Finanzsystem – veränderte Rahmenbedingungen für das Private Banking, In: Finanzberatung. Hrsg. v. R. Carl / M. Letznig. Stuttgart, S. 21-39.

Rehkugler, H. et al. (1992): Die Qualität der Anlageberater. „Die Bank", S. 316-322.

Reihlen, A. W. (2002): Einfluß des Kunden auf die Qualität von bankbetrieblichen Beratungsgesprächen als Ansatzpunkt des Qualitätsmanagements. Frankfurt a. M.

Richter, J. (2001): Grundsätze ordnungsmäßiger Finanzberatung. Bad Soden/Ts.

Römer, M. (1998): Direktvertrieb kundenindividueller Finanzdienstleistungen. Heidelberg.

Schade, Ch. / *Schott*, E. (1993): Kontraktgüter im Marketing. „Marketing ZFP", H. 1, S. 15-25.

Schmitz, G. (1996): Qualitätsmanagement im Privatkundengeschäft von Banken. Wiesbaden.

Schübeler, M. (1976): Die Beziehungen zwischen Bank und Kundschaft. Diss. Universität Köln.

Schulte, K.-W. / *Tilmes*, R. (1995): Vermögensberatung und EDV. In: Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Hrsg. v. J.-E. Cramer / B. Rudolph. Frankfurt am Main, S. 409-427.

Schütt, H. (1995): Financial Consulting – Finanzberatung für private Haushalte. Dissertation TU Berlin.

Schwan, K. / *Seipel,* K. (1999): Erfolgreich beraten. München.

Spremann, K. (2002): Wirtschaft, Investition und Finanzierung. 5. Aufl., München.

Stauss, B. (1999): Kundenzufriedenheit. „Marketing ZFP", H. 1, S. 5-24.

Stein, P. (1999): Unsicherheitsreduktion im Vermögensanlagegeschäft mit Privaten. Frankfurt a. M.

Steiner, J. (2003): Meilensteine auf dem Weg zu einem erfolgreichen Financial Planning im Privatkundengeschäft. „Banking and Information Technology", H. 1, S. 15-24.

Weibler, R. / *Adler*, J. (1995): Informationsökonomisch begründete Typologisierung von Kaufprozessen. „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung", Jg. 47, S. 43-65.

Weingart, W. (2002): Qualität in der Finanzberatung – zu viel verlangt? In: Finanzberatung. Hrsg. v. R. Carl / M. Letznig. Stuttgart, S. 191-215.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Risikoprämien in Optionspreisen – Reale und risikoneutrale Welten und die Beurteilung von Derivaten

Von Marco Wilkens, Rainer Baule und Oliver Entrop

A. Einleitung

Wann sollte man Optionen kaufen? Neben den Motiven Arbitrage und Hedging werden Optionen auch unter dem Gesichtspunkt der Spekulation gekauft, das heißt, die Option selbst wird als Investitionsobjekt angesehen. Zur Beurteilung einer Investition dienen regelmäßig ihre erwarteten Auszahlungsüberschüsse und deren Standardabweichung sowie gegebenenfalls weitere höhere Momente, allgemein also die Verteilung der zukünftigen Zahlungen.

Seit den Arbeiten von Black und Scholes (1973) sowie Merton (1974) hat sich im Rahmen der Optionspreistheorie die duplikationstheoretisch begründete und damit präferenzfreie risikoneutrale Bewertungssystematik als Standard etabliert.[1] Für die Entwicklung der Aktienkurse wird dabei sehr häufig, dem Black/Scholes-Modell folgend, eine geometrische Brownsche Bewegung unterstellt. Dies impliziert eine logarithmische Normalverteilung der zukünftigen Kurse. Daneben hat das zeitdiskrete Binomialmodell von Cox, Ross und Rubinstein (1979) eine große Bedeutung, das im Grenzfall in das erstgenannte zeitkontinuierliche Modell übergeht.

Während die Annahme einer geometrischen Brownschen Bewegung in der Regel die Realität in akzeptabler Näherung widerspiegelt, hat das (einperiodige) Binomialmodell den Vorteil großer Simplizität und methodischer Klarheit. Dementsprechend wird unter den im folgenden analysierten Fragestellungen zunächst jeweils das Binomialmodell betrachtet, um anschließend die Analoga im Black/Scholes-Modell aufzeigen und losgelöst von übertriebenem Formalismus darstellen zu können.

---

[1] Die ursprüngliche Motivation lag dabei in der Bewertung von risikobehafteten Fremdkapitalpositionen, die sich als Optionen auf den jeweiligen Unternehmenswert interpretieren lassen. Vgl. zu dieser Anwendung der Optionspreistheorie auf die finanzielle Haftung von Unternehmen *Lohmann* (1990).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Anhand dieser beiden grundlegenden Modelle werden in dem vorliegenden Beitrag die Verteilungen der zukünftigen Aktienkurse und der Zahlungen aus Optionen untersucht. Die Betrachtung fokussiert dabei sehr wesentlich auf den Unterschied zwischen der realen Verteilung und der duplikationstheoretisch begründeten, bewertungsrelevanten Verteilung in der so genannten risikoneutralen Welt. Dieser Schwerpunkt wurde insbesondere aus dem Grund gewählt, als daß die Beziehung dieser beiden Verteilungen respektive ihre Unterschiede in der betriebswirtschaftlichen Literatur nicht selten zu Interpretations- und Abgrenzungsschwierigkeiten führen.

Die reale Verteilung ist primär im Rahmen des Risikomanagements und bei der Beurteilung des Investitionsobjektes Option heranzuziehen.[2] Demgegenüber findet die risikoneutrale Verteilung ihre Bedeutung bei der duplikationstheoretisch begründeten, präferenzfreien Bewertung von Derivaten.

Der Begriff der risikoneutralen Welt wird in diesem Beitrag neben der üblichen Weise auf eine andere, ökonomisch plausiblere Art interpretiert. Diese Interpretation der „real-risikoneutralen Welt" erlaubt eine vereinfachte und gut nachvollziehbare Darstellung beziehungsweise Kalkulation von Risikoprämien, die letztlich bei der Vorteilhaftigkeitsuntersuchung einer Optionsposition von zentraler Bedeutung sind. Um eine hohe Anschaulichkeit der Ausführungen zu erzielen, werden die allgemein gültigen Variablen und Formeln um konkrete Werte auf der Basis eines durchgängigen Beispiels ergänzt.

B. Modellierung des Aktienkurses

I. Allgemeine Annahmen

Den Ansätzen zur Derivatebewertung ist gemein, daß sie im Grundsatz von vollkommenen Märkten ausgehen. Kern eines jeden Bewertungsansatz ist die Modellierung des als stochastisch angesehenen Kurses des Underlyings – hier einer Aktie S. Wesentliche Parameter zur Beschreibung der Verteilung des Aktienkurses S_T im Fälligkeitszeitpunkt T einer europäischen Option sind dessen Erwartungswert $E(S_T)$ und Varianz $Var(S_T)$ beziehungsweise Standardabweichung $Std(S_T)$. Diese Größen lassen sich in die Analoga bezüglich der diskreten Renditen der Aktien r_d überführen und vice versa. Tabelle 1 stellt die grundlegenden Zusammenhänge dar und enthält darüber hinaus beispielhafte Ausgangsdaten.

[2] Vgl. zu dieser Problematik auch *Duffie/Pan* (1997), S. 10 f.; *Keller/Sièvi* (1999); *Jarrow/Turnbull* (2000), S. 276.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Zusammenhang zwischen dem heutigen und dem erwarteten Aktienkurs kann auch über die (kontinuierliche) Wachstumsrate μ beschrieben werden. Für diese im weiteren zentrale Größe gilt folgende Beziehung zum Erwartungswert des Aktienkurses:

$$(1) \qquad E(S_T) = S_0\, e^{\mu T}.$$

Der ausfallrisikofreie kontinuierliche Zinssatz r wird wie in diesem Zusammenhang üblich als zeit- und laufzeitinvariant angenommen. Er entspricht einer diskreten risikofreien Rendite von $r_{dis} = e^r - 1$. Demnach führt eine T-jährige risikofreie Anlage eines Kapitalbetrages KB zu einem sicheren Endwert von $KB\, e^{r\,T} = KB\,(1 + r_{dis})^T$.

Im folgenden wird der Fall $\mu > r$ zugrunde gelegt, das heißt, die Differenz zwischen dem erwarteten Kurs $S_0\, e^{\mu T}$ und dem Endwert $S_0\, e^{r\,T}$ einer sicheren heutigen Anlage desselben Betrages S_0 ist stets positiv.[3] Die im Beispiel verwendeten Zahlen finden sich in Tabelle 2.

Tabelle 1

Ausgangssituation und grundlegende Zusammenhänge

	Aktienkurs	*diskrete (Total-)Rendite*
heute	$S_0 = 100$	
in T ($T = 1$)	S_T	$r_d = \frac{S_T - S_0}{S_0}$
Erwartungswert	$E(S_T) = 115$	$E(r_d) = \frac{E(S_T) - S_0}{S_0} = 15\,\%$
Varianz	$Var(S_T) = 2.500$	$Var(r_d) = \frac{Var(S_T)}{S_0^2} = 25\,\%$
Standardabweichung	$Std(S_T) = 50$	$Std(r_d) = \frac{Std(S_T)}{S_0} = 50\,\%$

Tabelle 2

Zinssätze und Wachstumsrate

diskreter risikofreier Zinssatz	$r_{dis} = 3{,}00\,\%$
kontinuierlicher risikofreier Zinssatz	$r = \ln(1 + r_{dis}) = 2{,}96\,\%$
Wachstumsrate	$\mu = \frac{1}{T} \ln\left(\frac{E(S_T)}{S_0}\right) = 13{,}98\,\%$

[3] Im Rahmen des CAPM ist dies gleichbedeutend damit, daß die Aktie ein positives Beta besitzt. Vgl. hierzu exemplarisch *Elton/Gruber* (1995), S. 294-308.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

II. Binomialmodell

1. Reale Welt

Beim einperiodigen Binomialmodell wird davon ausgegangen, daß der Aktienkurs S_T zum zukünftigen Zeitpunkt T nur zwei Ausprägungen annehmen kann, nämlich $u\,S_0$ und $d\,S_0$ mit einem up-Faktor $u > 1$ und einem down-Faktor $d < 1$, wobei die beiden Zustände mit den Wahrscheinlichkeiten p beziehungsweise $1 - p$ erreicht werden. Sinnvollerweise sollte dabei $u\,S_0$ oberhalb von $S_0\,e^{r\,T}$ und $d\,S_0$ darunter liegen, da ansonsten eine risikofreie Anlage die Aktie stets dominieren würde oder umgekehrt. Dies impliziert die Bedingung

$$d < e^{r\,T} < u. \tag{2}$$

Die reale Verteilung P des Aktienkurses in T, determiniert durch die „up-Wahrscheinlichkeit" p und die „down-Wahrscheinlichkeit" $(1 - p)$, ist eine Punktverteilung auf $u\,S_0$ und $d\,S_0$. Die Freiheitsgrade bei der Modellierung des Aktienkurses bestehen somit in der Wahl der Wahrscheinlichkeit p sowie der Faktoren u und d. Bedingung für die Wahl dieser Parameter ist hier und im folgenden die Übereinstimmung der ersten beiden Momente, gleichbedeutend mit Erwartungswert und Varianz der modellierten Verteilung mit den vorgegebenen Werten (vgl. Tabelle 1). Da drei Parameter (p, u, d) zu bestimmen sind, existiert ein echter Freiheitsgrad, der zum Beispiel für die Einhaltung der Bedingung $d = 1 / u$ verwendet werden kann.[4]

Der Erwartungswert und die Varianz des Aktienkurses beziehungsweise der diskreten Aktienrendite ergeben sich im Binomialmodell zu:

$$E(S_T) = (p\,u + (1 - p)\,d)\,S_0 \qquad \text{bzw.} \qquad E(r_d) = p\,u + (1 - p)\,d - 1, \tag{3}$$

$$Var(S_T) = p\,(1 - p)\,(u - d)^2\,S_0^2 \qquad \text{bzw.} \qquad Var(r_d) = p\,(1 - p)\,(u - d)^2. \tag{4}$$

Aus (3) folgt zusammen mit (1)

$$p = \frac{e^{\mu\,T} - d}{u - d}\,. \tag{5}$$

Setzt man (5) in (4) ein, so ergibt sich als Darstellung für die Varianz des Aktienkurses beziehungsweise der diskreten Rendite im Zeitpunkt T:

[4] Dies ist die Bedingung, die von *Cox/Ross/Rubinstein* (1979) bei der erstmaligen Diskussion des Binomialmodells verwendet wurde. Daneben existiert eine Reihe weiterer Vorschläge, für eine Übersicht siehe zum Beispiel *Leisen/Reimer* (1996).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(6) $Var(S_T) = (e^{\mu T} - d)\,(u - e^{\mu T})\,S_0^2$ bzw. $Var(r_d) = (e^{\mu T} - d)\,(u - e^{\mu T})$.

Die sich unter der Bedingung $d = 1 / u$ ergebenden möglichen Aktienkurse zum Zeitpunkt T sind mit den zugehörigen realen Wahrscheinlichkeiten Abbildung 1 zu entnehmen.

2. Risikoneutrale Welten

Wie in vielen Lehrbüchern zur Wertpapieranalyse im Zusammenhang mit der Optionspreistheorie oder dem State-Preference-Ansatz erläutert, wird zur arbitragefreien Bewertung von Derivaten die reale Verteilung des Underlyings nicht benötigt. Vielmehr ist die Verteilung in einer (imaginären) risikoneutralen Welt relevant, in der sich die Investoren bei ihrer Anlageentscheidung lediglich an dem Erwartungswert einer Zahlung orientieren.[5] Stimmen die Erwartungswerte der Zahlungen verschiedener Anlagealternativen überein, so messen die Investoren diesen identische Werte bei, auch wenn die Alternativen unterschiedlich hohe Risiken – etwa gemessen durch die Standardabweichung der zukünftigen Zahlungen – aufweisen.

Oft ergeben sich jedoch Schwierigkeiten bei der ökonomischen Interpretation der unterstellten Risikoneutralität der Investoren und den daraus zu ziehenden Schlußfolgerungen. Daher wird in diesem Abschnitt der Begriff „risikoneutrale Welt" in ökonomischer Hinsicht auf zwei verschiedene, im Kern aber ähnliche Weisen interpretiert, die sich aus den beiden folgenden Fragestellungen ergeben:

1. Wie wäre – bei gegebener Verteilung des zukünftigen Kurses – der heutige Wert der Aktie, wenn sämtliche Investoren risikoneutral wären?
2. Wie wäre – bei gegebenem heutigen Wert der Aktie – die Verteilung des zukünftigen Kurses, damit der heutige Aktienkurs unter der Annahme der Risikoneutralität der Investoren erklärt wird?

Der Unterschied besteht also darin, daß in der ersten Welt von risikoneutralen Investoren in der ansonsten unveränderten realen Welt ausgegangen wird, weshalb sie „real-risikoneutrale Welt" genannt werden soll. Sie erlaubt – wie später erläutert – eine einfache und direkte Berechnung von Risikoprämien. Demgegenüber wird in der zweiten Interpretation die Verteilung geändert. Da darüber die Derivatebewertung ermöglicht wird, wird sie „bewertungsrelevante risikoneutrale Welt" genannt.

[5] Vgl. exemplarisch *Cox/Ross/Rubinstein* (1979); *Zimmermann* (1998); *Hull* (2003).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In der real-risikoneutralen Welt ist der heutige Wert der Aktie S_0^* identisch mit dem Barwert eines Zerobonds mit Fälligkeit T und Nominalwert $E(S_T)$, also

$$S_0^* = e^{-r\,T}\,E(S_T). \tag{7}$$

Damit in der bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt umgekehrt der heutige Kurs S_0 unter der Annahme der Risikoneutralität erklärt werden kann, muß er dem mit dem risikofreien Zinssatz r abgezinsten Erwartungswert entsprechen. Es ist also eine Verteilung P' derart zu bestimmen, daß gilt:

$$S_0 = e^{-r\,T}\,E'(S_T), \tag{8}$$

wobei E' die Erwartungswertbildung bezüglich P' bezeichnet.

Die Verteilung P' soll ebenfalls zur Familie der Punktverteilungen auf $u\,S_0$ und $d\,S_0$ gehören, weshalb die Wahrscheinlichkeit p' für den Zustand $u\,S_0$ den einzigen Freiheitsgrad darstellt. Diese zur Unterscheidung von der realen Wahrscheinlichkeit p auch Pseudowahrscheinlichkeit genannte Größe p' ist demnach so zu bestimmen, dass $S_0 = e^{-r\,T}\,E'(S_T) = e^{-r\,T}\,(p'\,u + (1 - p')\,d)\,S_0$ erfüllt ist (vgl. auch (3)). Als (einzige) Lösung ergibt sich

$$p' = \frac{e^{r\,T} - d}{u - d}. \tag{9}$$

Wegen (2) gilt $0 < p' < 1$, so daß damit wirklich eine Wahrscheinlichkeitsverteilung auf $u\,S_0$ und $d\,S_0$ definiert wird. Offenbar ist (9) analog zu (5), wobei jedoch $e^{\mu\,T}$ durch $e^{r\,T}$ ersetzt wurde. Wegen $r < \mu$ ist die risikoneutrale Wahrscheinlichkeit p' für eine Aufwärtsbewegung geringer als die reale Wahrscheinlichkeit p. Dementsprechend werden also durch die risikoneutrale Verteilung (aus Anlegersicht positiv zu beurteilende) Wertsteigerungen der Aktie unter- und (negativ zu beurteilende) Wertminderungen übergewichtet. Die beispielhaften Werte in den risikoneutralen Welten sind Abbildung 1 zu entnehmen.

Bemerkenswert ist, daß die Varianz des Aktienkurses, welche sich analog zu (6) für die risikoneutrale Verteilung P' als $Var'(S_T) = (e^{r\,T} - d)\,(u - e^{r\,T})\,S_0^2$ ergibt, nicht mit der realen Varianz übereinstimmt.[6] Für die Preisbildung ist die Varianz in einer Welt mit risikoneutralen Investoren jedoch irrelevant.

[6] Gleiches gilt für die Varianz der diskreten Rendite. Die Differenz ist ceteris paribus jedoch umso geringer, je kleiner die Restlaufzeit T ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

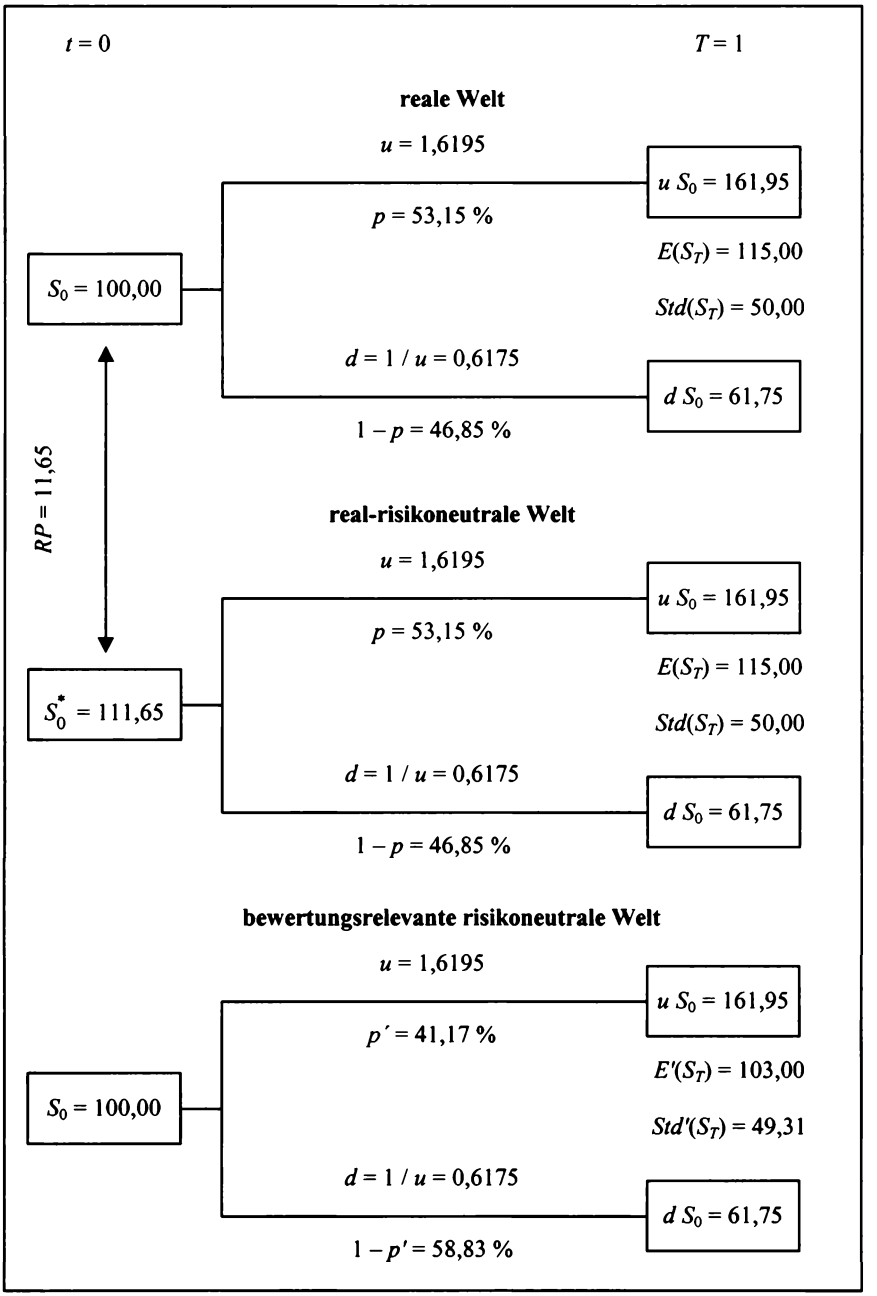


Abbildung 1: Aktienkursverlauf im Binomialmodell

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Kontinuierliches Modell (geometrische Brownsche Bewegung)

1. Reale Welt

Regelmäßig, wie beispielsweise im Zusammenhang mit dem Black/Scholes-Modell, wird für den Prozeß des Aktienkurses $S = \{S_t \mid t \geq 0\}$ über die Zeit eine geometrische Brownsche Bewegung

$$dS = \bar{\mu}\, S\, dt + \sigma S\, dZ \tag{10}$$

mit den Parametern $\bar{\mu}$ und σ unterstellt, wobei $Z = \{Z_t \mid t \geq 0\}$ einen Wiener Prozeß beschreibt.[7] Dies impliziert, daß der Aktienkurs S_T zum Zeitpunkt T logarithmisch normalverteilt[8] ist mit den Parametern $(\bar{\mu} - \sigma^2/2)\, T + \ln(S_0)$ und $\sigma^2\, T$, das heißt die Dichte

$$\frac{1}{\sqrt{2\pi T}\,\sigma x} \exp\left(\frac{-(\ln(x/S_0) - (\bar{\mu} - \sigma^2/2)\, T)^2}{2\,\sigma^2\, T}\right),\ x > 0, \tag{11}$$

aufweist. Dementsprechend ist die kontinuierliche Rendite $\ln(S_T / S_0)$ des Aktienkurses normalverteilt mit dem Erwartungswert $(\bar{\mu} - \sigma^2/2)\, T$ und der Standardabweichung $\sigma\sqrt{T}$, das heißt, sie hat die Dichte

$$\frac{1}{\sqrt{2\pi T}\,\sigma} \exp\left(\frac{-(x - (\bar{\mu} - \sigma^2/2)\, T)^2}{2\,\sigma^2\, T}\right). \tag{12}$$

Um die reale Verteilung der diskreten Aktienrendite in Bezug auf den Erwartungswert $E(r_d)$ und die Varianz $Var(r_d)$ beziehungsweise Standardabweichung $Std(r_d)$ sowie die Analoga des Kurses abzubilden, sind die Parameter $\bar{\mu}$ und σ so zu wählen, daß gilt:[9]

$$E(S_T) = S_0\, e^{\bar{\mu}\, T} \quad \text{bzw.} \quad Var(S_T) = S_0^2\, e^{2\bar{\mu}\, T} (e^{\sigma^2 T} - 1). \tag{13}$$

---

[7] Vgl. hierzu zum Beispiel *Black/Scholes* (1973); *Merton* (1974); *Lohmann* (1995), S. 130 f.; *Hull* (2003), S. 223.

[8] Vgl. zur logarithmischen Normalverteilung *Aitchison/Brown* (1981), S. 7-9. Ist X eine lognormalverteilte Zufallsvariable zu den Parametern x und y^2, so hat sie den Erwartungswert $e^{x + y^2/2}$ und die Varianz $e^{2x + y^2}\,(e^{y^2} - 1)$. $\mathrm{Ln}(X)$ ist normalverteilt mit Erwartungswert x und Varianz y^2.

[9] Vgl. *Lohmann* (1995), S. 132 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Aus der ersten Gleichung wird ersichtlich, daß $\bar{\mu}$ mit der in (1) definierten Wachstumsrate μ übereinstimmt, so daß im folgenden auch für $\bar{\mu}$ die Bezeichnung μ verwendet wird. Die Parameter μ und σ ergeben sich durch Umstellen von (13) aus den Momenten des Aktienkurses in T beziehungsweise der diskreten Renditen (vgl. Tabelle 1) zu:

$$\mu = \bar{\mu} = \frac{1}{T} \ln\left(\frac{E(S_T)}{S_0}\right) = \frac{1}{T} \ln(E(r_d) + 1), \tag{14}$$

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{T} \ln\left(\frac{Var(S_T)}{S_0^2 e^{2\mu T}} + 1\right)} = \sqrt{\frac{1}{T} \ln\left(\frac{Var(r_d)}{e^{2\mu T}} + 1\right)}. \tag{15}$$

2. Risikoneutrale Welten

In der real-risikoneutralen Welt (vgl. B.II.2.) gilt wie im Binomialmodell für den heutigen Aktienkurs

$$S_0^* = e^{-rT} E(S_T). \tag{16}$$

In der bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt wird aus der Klasse der Lognormalverteilungen eine Verteilung P' so ausgewählt, daß analog zu (8) gilt:

$$S_0 = e^{-rT} E'(S_T). \tag{17}$$

Wegen (13) reicht es aus, μ durch r zu ersetzen, das heißt, die zu berücksichtigende risikoneutrale Verteilung des Aktienkurses ist eine logarithmische Normalverteilung mit den Parametern $(r - \sigma^2/2)\,T + \ln(S_0)$ und $\sigma^2 T$.[10] Damit sind die Renditen $\ln(S_T/S_0)$ normalverteilt mit dem Erwartungswert $(r - \sigma^2/2)\,T$ und der Varianz $\sigma^2 T$, das heißt, sie haben die Dichte

[10] An dieser Stelle könnte man einwenden, daß (17) auch von jeder Lognormalverteilung mit erstem Parameter $(r - \xi^2/2)\,T + \ln(S_0)$ und zweitem Parameter $\xi^2 T$ mit beliebigem ξ erfüllt wird. Dieser vermeintliche „Freiheitsgrad" tritt hier jedoch lediglich deshalb auf, weil die Bedingung (17) zu schwach ist. Korrekterweise ist nicht nur die Verteilung zum Zeitpunkt T, sondern die Verteilung des gesamten Prozesses (10) beziehungsweise das zugrunde liegende Wahrscheinlichkeitsmaß derart zu verändern, daß S_t / e^{rt} ein Martingal ist. Vgl. zu diesem allgemeinen Prinzip insbesondere die grundlegende Arbeit von *Harrison/Pliska* (1981) sowie beispielhaft *Zimmermann* (1998) und *Bingham/Kiesel* (2000). Dieses Prinzip liegt de facto, ohne daß es hier erwähnt wurde, auch dem Binomialmodell zugrunde. S_t / e^{rt} ist genau dann ein Martingal, wenn μ durch r ersetzt wird, vgl. zum Beispiel *Bingham/Kiesel* (2000), S. 184-191. Die daraus resultierende Verteilung per T ist die angegebene.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$(18) \qquad \frac{1}{\sqrt{2\,\pi\,T}\,\sigma}\exp\left(\frac{-(x-(r-\sigma^2/2)\,T)^2}{2\,\sigma^2\,T}\right).$$

Die bewertungsrelevante Verteilung des Kurses geht also aus der realen Verteilung durch Ersetzen des Parameters μ durch r hervor. Somit ergeben sich auch Erwartungswert und Varianz beziehungsweise Standardabweichung analog zu (13) mit r statt μ. Bei den kontinuierlichen Renditen führt diese einfache Transformation zu der anschaulichen Interpretation, daß die (Normal-)Verteilung lediglich derart „nach links" (wegen $\mu > r$) verschoben wird (vgl. Abbildung 2), daß aus dem Erwartungswert $(\mu - \sigma^2/2)\,T$ gerade $(r - \sigma^2/2)\,T$ wird. Damit werden – wie bei der risikoneutralen Verteilung im Binomialmodell – positive Wertänderungen der Aktien unter- und negative übergewichtet.

Abbildung 2 und Tabelle 3 enthalten die Dichten und Verteilungsparameter der Aktienkurse sowie der diskreten und kontinuierlichen Renditen in der realen, der real-risikoneutralen und der bewertungsrelevanten Welt. Neben den bereits diskutierten Momenten sind auch die standardisierte Schiefe und Kurtosis sowie Median und Modus aufgeführt. Formeln hierfür finden sich in der einschlägigen Standardliteratur.[11] Insbesondere mit den Abbildungen soll ein leichter und intuitiv eingängiger Zugang zu den wesentlichen Zusammenhängen ermöglicht werden.

Annahmegemäß stimmen die Verteilungen des Kurses in der realen und der real-risikoneutralen Welt überein. Die Verteilungen der Renditen sind hingegen in der bewertungsrelevanten und der real-risikoneutralen Welt identisch, da sie zum einen wegen der Risikoneutralitätsbedingung den gleichen Erwartungswert aufweisen und zum anderen auch die Standardabweichungen übereinstimmen[12] und die Lognormalverteilungen durch diese Parameter determiniert sind. So ist zum Beispiel die erwartete diskrete Rendite in der real-risikoneutralen Welt mit (16) und (1) gegeben durch

$$(19) \qquad \frac{E(S_T)-S_0^*}{S_0^*} = \frac{e^{\mu T}S_0 - e^{-rT}E(S_T)}{e^{-rT}E(S_T)} = \frac{e^{\mu T}S_0 - e^{-rT}e^{\mu T}S_0}{e^{-rT}e^{\mu T}S_0} = e^{rT}-1$$

und entspricht damit der erwarteten diskreten Rendite in der bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt. Für kontinuierliche Renditen sowie die Standardabweichungen ergeben sich die Überlegungen analog.

[11] Vgl. beispielhaft *Aitchison/Brown* (1981), S. 8; *Taylor* (1986), S. 36.

[12] Vgl. die hierfür notwendige Bedingung in Fn. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 3

Verteilungsparameter bei geometrischer Brownscher Bewegung

	reale Welt	*real-risikoneutrale Welt*	*bewertungsrelevante risikoneutrale Welt*
		Aktienkurs	
aktueller Kurs	100,00	111,65	100,00
Verteilungstyp		Logarithmische Normalverteilung	
Erwartungswert		115,00	103,00
Varianz		2.500	2.005
Standardabweichung		50,00	44,78
std. Schiefe		1,387	1,387
std. Kurtosis		6,602	6,602
Median		105,46	94,46
Modus		88,70	79,44
Risikoprämie		11,65	
		diskrete Aktienrendite	
Verteilungstyp		Logarithmische Normalverteilung	
Erwartungswert	15,00 %	3,00 %	
Varianz	25,00 %	20,05 %	
Standardabweichung	50,00 %	44,78 %	
std. Schiefe	138,7 %	138,7 %	
std. Kurtosis	660,2 %	660,2 %	
Median	5,46 %	– 5,54 %	
Modus	– 11,30 %	– 20,56 %	
		kontinuierliche Aktienrendite	
Verteilungstyp		Normalverteilung	
Erwartungswert	5,32 %	– 5,70 %	
Varianz		17,31 %	
Standardabweichung		41,61 %	

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

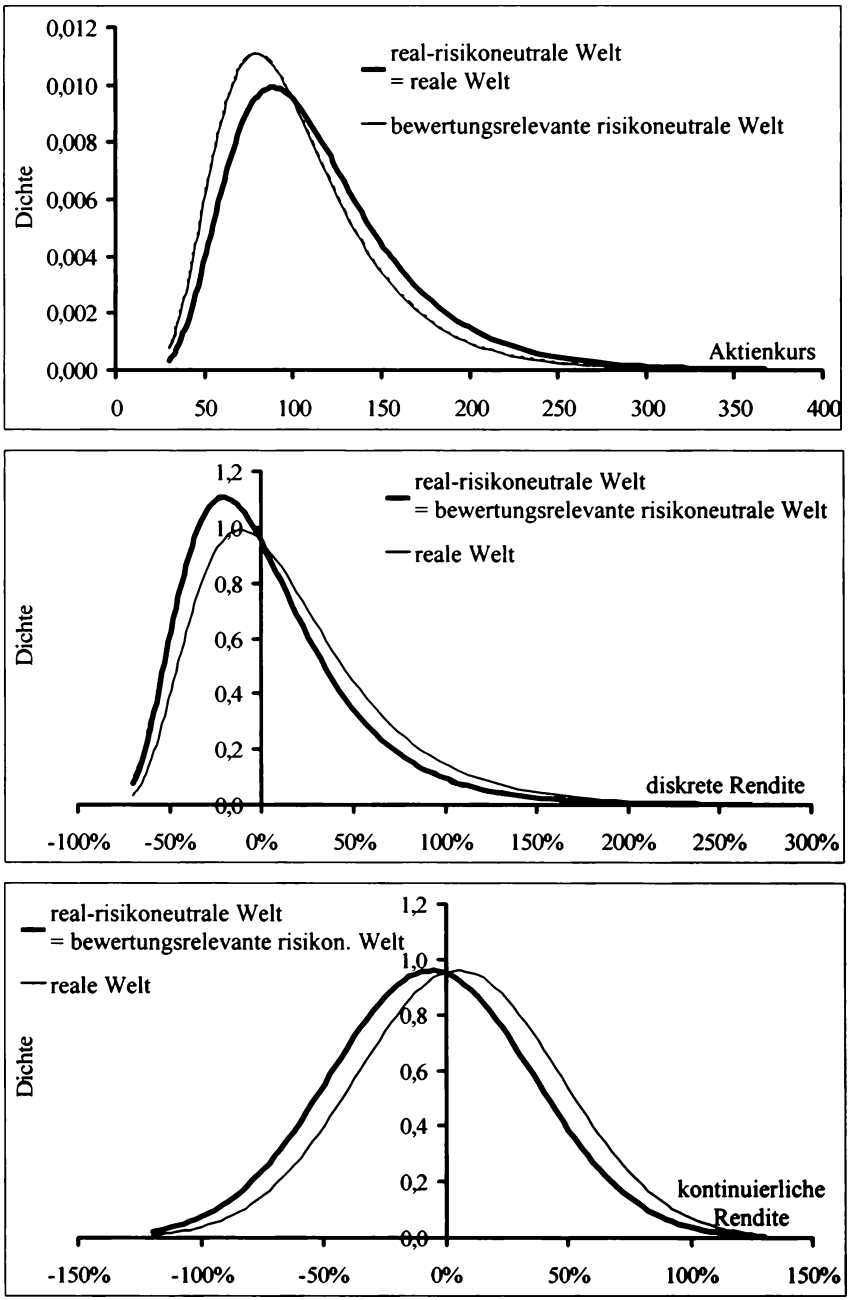


Abbildung 2: Dichtefunktionen bei geometrischer Brownscher Bewegung

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

IV. Risikoprämien

Risikoneutrale Investoren sind bei gleicher erwarteter Auszahlung indifferent zwischen einem risikobehafteten und einem risikofreien Finanztitel (hier zwischen der Aktie per T und einem Zerobond mit Nominalwert $E(S_T)$). An den realen Märkten herrscht hingegen Risikoaversion, so daß die Preise im allgemeinen eine Risikoprämie enthalten.[13] Im Rahmen des CAPM ist dies äquivalent dazu, daß Investoren für die Übernahme systematischen Risikos eine Verzinsung oberhalb der risikofreien Rendite und mithin eine positive Überschußrendite erwarten.[14] Die hier als absolute Größe definierte Risikoprämie RP entspricht der Differenz $S_0^* - S_0$ der Preise des betrachteten Finanztitels in einer Welt, in der sämtliche Investoren risikoneutral sind, mithin der realrisikoneutralen Welt, und in der realen Welt.[15] Sie ergibt sich mit (1) und (7) zu:

$$RP = S_0^* - S_0 = e^{rT} E(S_T) - S_0 \tag{20}$$

$$= e^{rT} E(S_T) - e^{\mu T} E(S_T) = e^{rT} (1 - e^{(\mu - r)T}) E(S_T).$$

Wegen der Voraussetzung $\mu > r$ ist die Risikoprämie positiv, das heißt, gegenüber risikoneutralen Investoren wird ein (Risiko-)Abschlag verlangt:

$$S_0 = S_0^* - RP = e^{-rT} E(S_T) - RP. \tag{21}$$

Andererseits gilt

$$S_0 = e^{-rT} E'(S_T) \tag{22}$$

und damit

---

[13] Die Risikoaversion der am Kapitalmarkt agierenden Investoren ist unterschiedlich. Der beobachtbare Marktpreis läßt sich gleichgewichtstheoretisch durch den Preis erklären, bei dem sich Angebot und Nachfrage ausgleichen. Dementsprechend spiegelt der Preis eine „durchschnittliche" Risikoaversion wider. In der Literatur wird deshalb häufig von einem „durchschnittlichen Investor" ausgegangen. Vgl. exemplarisch *Rubinstein* (1976), S. 411.

[14] Die Risikoprämie muß jedoch nicht bei jedem Finanzititel positiv, sondern kann – trotz angenommener Risikoaversion – auch negativ sein. Dies ist zum Beispiel bei Put-Optionen der Fall, durch die systematisches Risiko vernichtet wird. Vgl. hierzu die entsprechenden Ausführungen in Abschnitt C.

[15] Die folgenden Ausführungen sind invariant unter dem konkreten Finanztitel, also nicht nur für Aktien von Bedeutung. Für analoge Ausführungen zu Optionen vgl. Abschnitt C., für eine Übertragung und Erweiterung auf Forderungstitel vgl. *Entrop* (2000), S. 270-273.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$e^{-r\,T}\,E'(S_T) = e^{-r\,T}\,E(S_T) - RP \tag{23}$$

mit der risikoneutralen Verteilung P' (vgl. B.III.2).[16] Obwohl der Preis S_0 allein über Erwartungswertbildung dargestellt werden kann (vgl. linke Seite von (23)) und sich damit wie bei risikoneutralen Investoren ergibt, enthält er wie ausgeführt eine Risikoprämie (vgl. rechte Seite von (23)). Diese Risikoprämie ist demnach implizit in der Verteilung P' enthalten, die Verteilung ist sozusagen risikoprämienadjustiert. Wie in den entsprechenden Abschnitten zum Binomialmodell und dem kontinuierlichen Modell ausgeführt, erfolgt diese Risikoprämienadjustierung durch eine wahrscheinlichkeitstheoretische Übergewichtung für den Investor „schlechter" Ereignisse und eine Untergewichtung „guter" Ereignisse.

Bei der bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt muß man sich also mit der zunächst paradox erscheinenden Tatsache auseinandersetzen, daß Preise in einer risikoneutralen Welt eine Risikoprämie (bezogen auf die reale Welt) enthalten. Dies wird auch durch Umformung von (23) deutlich:

$$RP = e^{-r\,T}\,(E(S_T) - E'(S_T)), \tag{24}$$

das heißt, die Risikoprämie ist die abgezinste Differenz der erwarteten Werte der Aktie in der realen und bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt. Damit entspricht die Risikoprämie zum einen der Differenz der Werte in der realen und real-risikoneutralen Welt (vgl. (20)) und zum anderen der abgezinsten Differenz der erwarteten Werte in der realen und bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt (vgl. (24)).

C. Aktienoptionen

I. Binomialmodell

1. Reale Welt

Im folgenden werden europäische Optionen f mit (Rest-)Laufzeit beziehungsweise Fälligkeit T betrachtet, deren Auszahlung nur vom Aktienkurs in T abhängt. Zur Veranschaulichung dienen Plain-Vanilla-Calls und -Puts mit $T = 1$ und dem Ausübungspreis $X = 110$. Die Payoff-Strukturen eines Calls beziehungsweise Puts sind gegeben durch

[16] Wird die Risikoprämie nicht als absoluter Preisabschlag, sondern als Zinsaufschlag rp definiert, so bedeutet dies $e^{-(r\,+\,rp)\,T}\,E(S_T) = e^{-r\,T}\,E'(S_T)$.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(25) $$c_T = \max\{S_T - X; 0\} \quad \text{bzw.} \quad p_T = \max\{X - S_T; 0\}.$$

Im Binomialmodell seien f_T^u beziehungsweise f_T^d die beiden möglichen Werte der Option bei Fälligkeit in Abhängigkeit vom Aktienkurs. Im Beispiel eines Calls ist $f_T^u = \max\{u\,S_0 - X; 0\}$ und $f_T^d = \max\{d\,S_0 - X; 0\}$. Für einen Put ist entsprechend $f_T^u = \max\{X - u\,S_0; 0\}$ beziehungsweise $f_T^d = \max\{X - d\,S_0; 0\}$. Dabei ist es sinnvoll anzunehmen, daß der Ausübungspreis zwischen den beiden möglichen Ausprägungen des Aktienkurses in T liegt, das heißt $d\,S_0 < X < u\,S_0$.

Die Bewertung einer solchen Option beruht auf der duplikationstheoretisch grundlegenden Idee, aus Δ Aktien und einem Zerobond[17] mit Nominalwert ZB ein Portfolio derart zusammenzustellen, daß es zum Fälligkeitszeitpunkt immer den gleichen Wert aufweist wie die Option. Eine Investition in dieses Portfolio ist dann gleichbedeutend mit einer Investition in die Option, so daß aus Arbitrageüberlegungen die Werte beider Investitionsalternativen identisch sein müssen. Zur Bestimmung von Δ und ZB muß hierzu für jeden möglichen Aktienkurs S_T gelten:

(26) $$f_T = \Delta\,S_T + ZB.$$

Da im Binomialmodell in T nur zwei Aktienkurse möglich sind, wird die Lösung des folgenden linearen Gleichungssystems mit zwei Unbekannten gesucht:

(27) $$f_T^u = \Delta\,u\,S_0 + ZB,$$

(28) $$f_T^d = \Delta\,d\,S_0 + ZB.$$

Als Lösung erhält man

(29) $$\Delta = \frac{f_T^u - f_T^d}{(u-d)\,S_0} \quad \text{und} \quad ZB = \frac{f_T^d\,u - f_T^u\,d}{u-d}.$$

Der Wert der Option muß nun dem Wert der im Duplikationsportfolio enthaltenen Finanztitel entsprechen, da ansonsten Arbitragegewinne möglich wären. Der heutige Wert des Zerobonds ist $e^{-r\,T}\,ZB$ und der der Aktie natürlich S_0. Damit ist

(30) $$f_0 = \Delta\,S_0 + e^{-r\,T}\,ZB = \Delta\,S_0 + e^{-r\,T}\,\frac{f_T^d\,u - f_T^u\,d}{u-d}.$$

[17] Dies entspricht einer Kreditaufnahme beziehungsweise Geldanlage.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bemerkenswert ist an dieser Formel, daß sie unabhängig von den (realen) Eintrittswahrscheinlichkeiten für die möglichen Ausprägungen des Aktienkurses und damit auch des Optionswertes ist. Die Wachstumsrate μ und damit der reale Erwartungswert des Aktienkurses haben keinen Einfluß auf den Optionswert. Hingegen sind der real erwartete Wert der Option zum Zeitpunkt T und die Standardabweichung abhängig von der realen Wahrscheinlichkeit p:

$$(31) \qquad E(f_T) = p\, f_T^u + (1-p)\, f_T^d \quad \text{und} \quad Std(f_T) = \sqrt{p\,(1-p)}\ |f_T^u - f_T^d|.$$

2. Bewertungsrelevante risikoneutrale Welt

Der Clou der modernen Derivatebewertung liegt in der Präferenzfreiheit. Damit einhergehend sind für die Optionsbewertung nicht die realen, sondern die risikoneutralen Wahrscheinlichkeiten bewertungsrelevant. Dies läßt sich aus der duplikationstheoretisch begründeten Herleitung zeigen. Werden (27) und (28) nach ZB aufgelöst und in (30) eingesetzt, so ergibt sich mit (9):

$$\begin{aligned}(32) \quad f_0 &= e^{-r\,T}\, ZB + \Delta\, S_0 \\ &= e^{-r\,T}\,(p'\,(f_T^u - \Delta\, u\, S_0) + (1-p')\,(f_T^d - \Delta\, d\, S_0)) + \Delta\, S_0 \\ &= e^{-r\,T}\,(p'\, f_T^u + (1-p')\, f_T^d) - e^{-r\,T}\,\Delta\, S_0\,(p'\, u + (1-p')\, d) + \Delta\, S_0 \\ &= e^{-r\,T}\,(p'\, f_T^u + (1-p')\, f_T^d) \\ &= e^{-r\,T}\, E'(f_T).\end{aligned}$$

Während also bei (30) noch explizit die Hedgeratio Δ angegeben werden mußte, bedeutet (32), daß der heutige, duplikationstheoretisch begründete Wert einer Option genau dem abgezinsten Erwartungswert der Auszahlung bezüglich der bewertungsrelevanten risikoneutralen Verteilung entspricht. Damit wird die Wahl des Begriffes bewertungsrelevante risikoneutrale Welt noch deutlicher (vgl. für die verschiedenen Welten die Abbildungen 3 und 4). Der duplikationstheoretisch begründete Optionswert ergibt sich durch Erwartungswertbildung bezüglich der geeignet adjustierten Verteilung P'. Eine Welt mit der Verteilung P' ist bewertungsrelevant, und die Bepreisung über die Erwartungswertbildung ist ein Zeichen für die Risikoneutralität.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

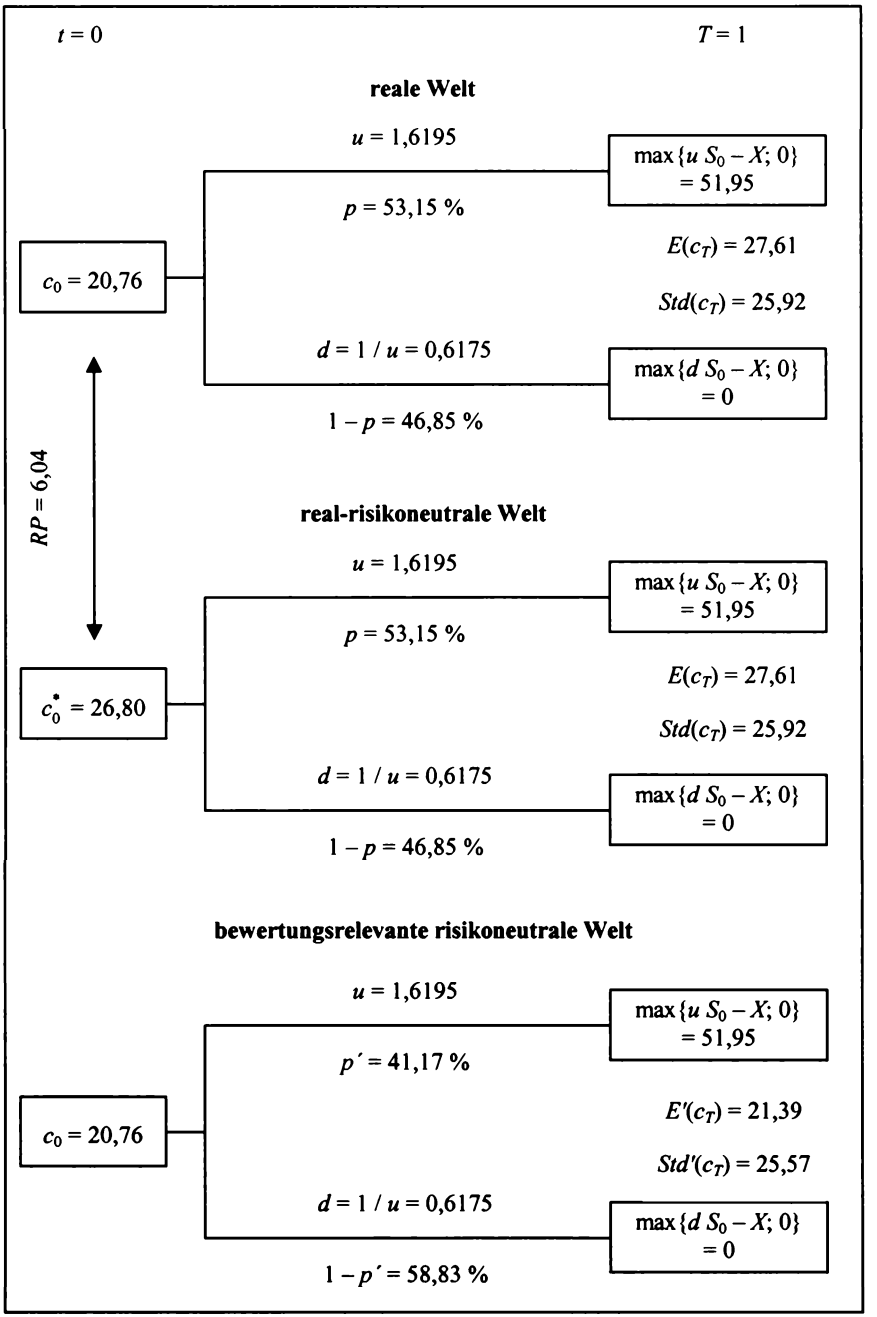


Abbildung 3: Callwerte im Binomialmodell

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

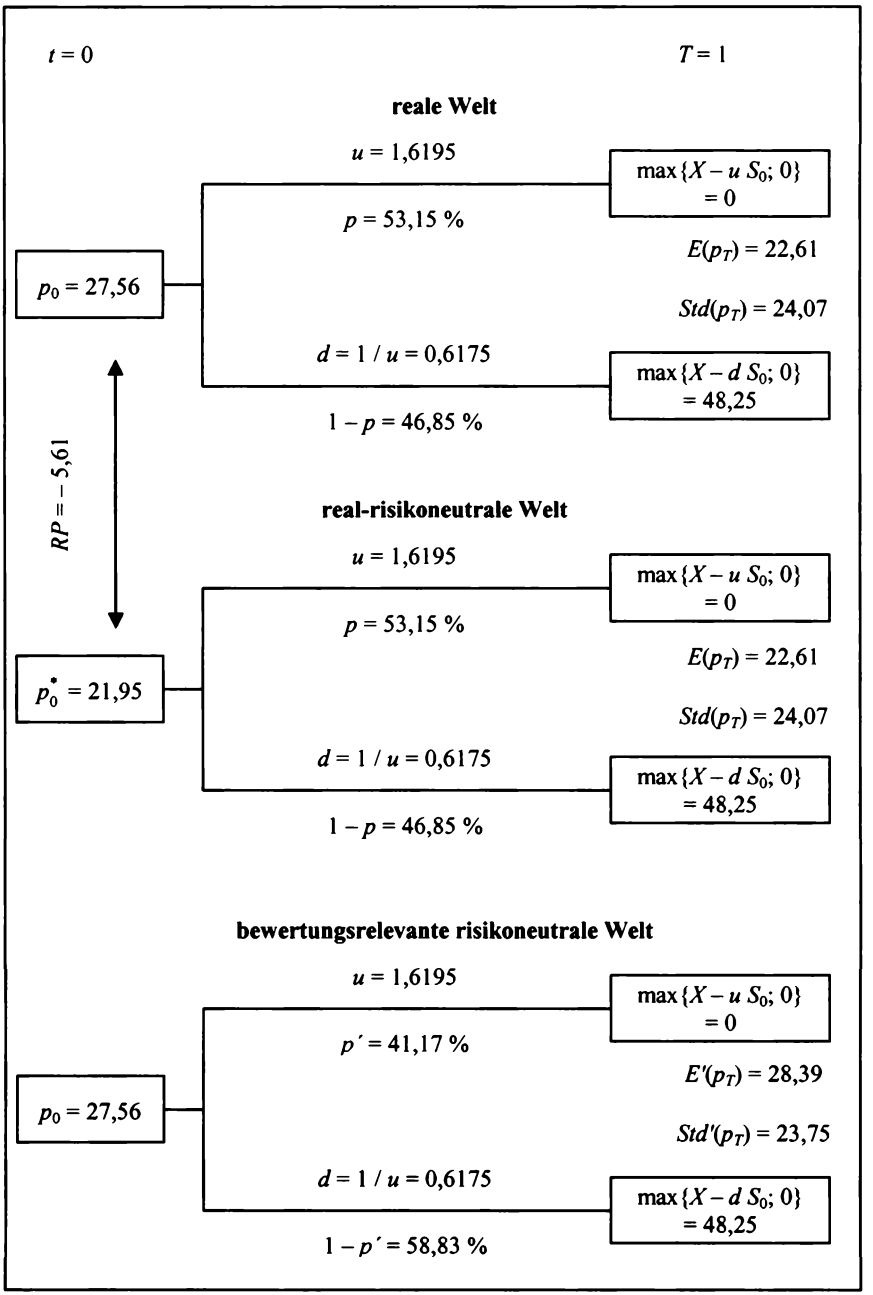


Abbildung 4: Putwerte im Binomialmodell

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

II. Black/Scholes-Modell (geometrische Brownsche Bewegung)

1. Reale Welt

In Analogie zum Binomialmodell läßt sich auch im Zusammenhang mit der unterstellten geometrischen Brownschen Bewegung der Aktienkurse ein Duplikationsportfolio aus Δ Aktien und einem Zerobond bilden, das sich identisch zur Option verhält, wobei allerdings jetzt die Hedgeratio Δ kontinuierlich angepaßt werden muß.[18] Mithilfe der Hedgeratio beziehungsweise des Duplikationsportfolios kann dann die Option bewertet werden, und man gelangt schließlich zu den bekannten Black/Scholes-Formeln. Die Kenntnis der konkreten Hedgeratio kann bei der Bewertung jedoch – wie im Binomialmodell – ersetzt werden durch den Übergang zur bewertungsrelevanten risikoneutralen Verteilung P', worauf in Abschnitt C.II.2. eingegangen wird. Im folgenden wird die reale Verteilung der Auszahlung aus dem Derivat analysiert. Dazu sei $f_T = \pi(S_T)$ der Payoff der Option in T in Abhängigkeit vom Aktienkurs. Der Erwartungswert dieser Auszahlung in der realen Welt ist mit der Dichte (11) gegeben durch[19]

$$E(f_T) = E(\pi(S_T)) \tag{33}$$

$$= \frac{1}{\sqrt{2\pi T}\,\sigma} \int_0^\infty \frac{\pi(s_T)}{s_T} \exp\left(\frac{-(\ln(s_T / S_0) - (\mu - \sigma^2/2)\,T)^2}{2\,\sigma^2\,T}\right) ds_T .$$

Für Calls und Puts lassen sich hierfür und auch für höhere Momente rekursive Formeln herleiten, was eine relativ einfache Berechnung ermöglicht. Wesentlich sind die oberen (upper) beziehungsweise unteren (lower) n-ten Momente der Verteilung des Aktienkurses in T:[20]

$$U(n) = E(S_T^n\, 1_{\{S_T \geq X\}}) = S_0^n \exp(n\,(\mu + (n-1)\,\sigma^2/2)T)\, N(d(\mu, n)), \tag{34}$$

$$L(n) = E(S_T^n\, 1_{\{S_T \leq X\}}) = S_0^n \exp(n\,(\mu + (n-1)\,\sigma^2/2)T)\, N(-d(\mu, n)), \text{ mit} \tag{35}$$

$$d(h, n) = \frac{\ln(S_0 / X) + (h + (2n-1)\,\sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}} \tag{36}$$

---

[18] Dies wird auch als dynamische Duplikationsstrategie bezeichnet. Für Details siehe *Black/Scholes* (1973); *Merton* (1974); *Hull* (2003), S. 302-305.

[19] Vgl. allgemein *Krengel* (1991), S. 144.

[20] Vgl. hierzu *Lhabitant* (1998), S. 28-30. Die Indikatorfunktion 1_A ist dabei gleich eins, wenn die Bedingung A wahr ist, und null sonst.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

und der Verteilungsfunktion der Standardnormalverteilung $N(\cdot)$.

Die nicht-zentralen Momente n-ter Ordnung ($n \geq 1$) des Payoffs von Calls und Puts bestimmen sich dann zu:[21]

$$E(c_T^n) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} X^{n-j} U(j), \tag{37}$$

$$E(p_T^n) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{j} X^{n-j} L(j). \tag{38}$$

Die zentralen Momente sind gegeben durch:

$$E((c_T - E(c_T))^n) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} E(c_T^j) E(c_T)^{n-j}, \tag{39}$$

$$E((p_T - E(p_T))^n) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} E(p_T^j) E(p_T)^{n-j}. \tag{40}$$

Für die Erwartungswerte erhält man mit (37), (38) und $n = 1$

$$E(c_T) = E(\max\{S_T - X; 0\}) = S_0 e^{\mu T} N(d(\mu, 1)) - X N(d(\mu, 0)) \tag{41}$$

beziehungsweise

$$E(p_T) = E(\max\{X - S_T; 0\}) = -S_0 e^{\mu T} N(-d(\mu, 1)) + X N(-d(\mu, 0)), \tag{42}$$

und für die Varianzen mit (39), (40) und $n = 2$

$$\begin{aligned} Var(c_T) = &-(S_0 e^{\mu T} N(d(\mu, 1)) - X N(d(\mu, 0)))^2 \\ &+ S_0^2 e^{2(\mu + \sigma^2/2)T} N(d(\mu, 2)) - 2 S_0 X e^{\mu T} N(d(\mu, 1)) + X^2 N(d(\mu, 0)) \end{aligned} \tag{43}$$

beziehungsweise

$$\begin{aligned} Var(p_T) = &-(-S_0 e^{\mu T} N(-d(\mu, 1)) + X N(-d(\mu, 0)))^2 \\ &+ S_0^2 e^{2(\mu + \sigma^2/2)T} N(-d(\mu, 2)) - 2 S_0 X e^{\mu T} N(-d(\mu, 1)) + X^2 N(-d(\mu, 0)). \end{aligned} \tag{44}$$

[21] Zur Definition der Payoff-Struktur siehe Abschnitt C.I.1. Zur Herleitung der folgenden Formeln siehe Anhang E.I.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Bewertungsrelevante risikoneutrale Welt

Auch beim Black/Scholes-Modell gelangt man wie erläutert mit einer der im Binomialmodell vergleichbaren Argumentation zu einer risikoneutralen Bewertungssystematik. Der Wert einer Option ergibt sich in Analogie zu (32) als abgezinster Erwartungswert in der bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt, also bezüglich der risikoneutralen Verteilung P':[22]

$$f_0 = e^{-r\,T}\,E'(\pi(S_T)) \tag{45}$$

$$= e^{-r\,T}\frac{1}{\sqrt{2\,\pi\,T}\;\sigma}\int_0^{\infty}\frac{\pi(s_T)}{s_T}\exp\left(\frac{-(\ln(s_T/S_0)-(r-\sigma^2/2)\,T)^2}{2\,T\,\sigma^2}\right)ds_T\,.$$

Dieser Wert ist duplikationstheoretisch begründet. Die notwendige Hedgeratio zum Zeitpunkt null, Δ_0, ergibt sich als Ableitung des Optionswertes f_0 nach dem Wert der Aktie S_0:

$$\Delta_0 = \frac{\partial f_0}{\partial S_0}\,. \tag{46}$$

Das Duplikationsportfolio besteht dann aus Δ_0 Aktien und einem Zerobond mit Barwert $f_0 - \Delta_0\,S_0$. Der Vorteil der Bewertung in der risikoneutralen Welt liegt darin, daß unter geringen technischen Vorraussetzungen[23] ein duplikationstheoretisch begründeter Wert bestimmt werden kann, ohne das Duplikationsportfolio ex ante zu kennen.

Für Call und Put ergeben sich über (45) die wohlbekannten Black/Scholes-Formeln, wobei für die Erwartungswertbildung die Formeln (34) bis (38) angewendet werden können, wenn die Drift μ durch den Zinssatz r ersetzt wird:

$$c_0 = e^{-r\,T}\,E'(\max\{S_T - X;\,0\}) = S_0\,N(d(r,\,1)) - e^{-r\,T}\,X\,N(d(r,\,0)), \tag{47}$$

$$p_0 = e^{-r\,T}\,E'(\max\{X - S_T;\,0\}) = -\,S_0\,N(-\,d(r,\,1)) + e^{-r\,T}\,X\,N(-\,d(r,\,0)). \tag{48}$$

[22] Vgl. zum Beispiel *Bingham/Kiesel* (2000), S. 178.

[23] So muß beispielsweise in der Regel der Erwartungswert (45) existieren, vgl. zu Formalia exemplarisch *Harrison/Pliska* (1981).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

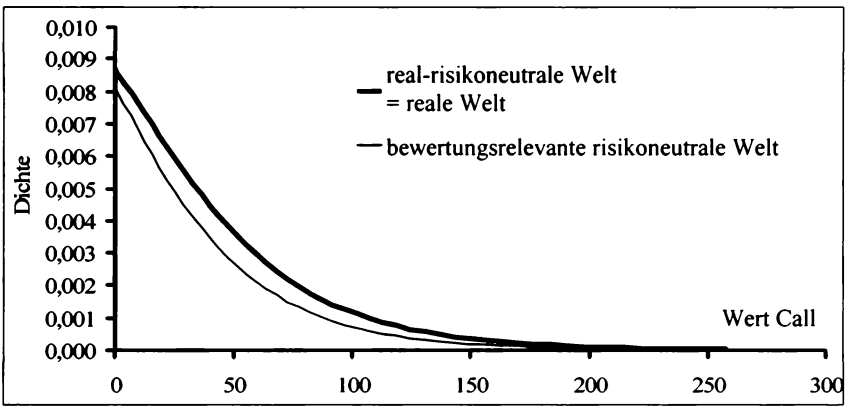


Abbildung 5: Nicht-atomarer Teil der Dichtefunktion des Callwertes bei geometrischer Brownscher Bewegung des Aktienkurses

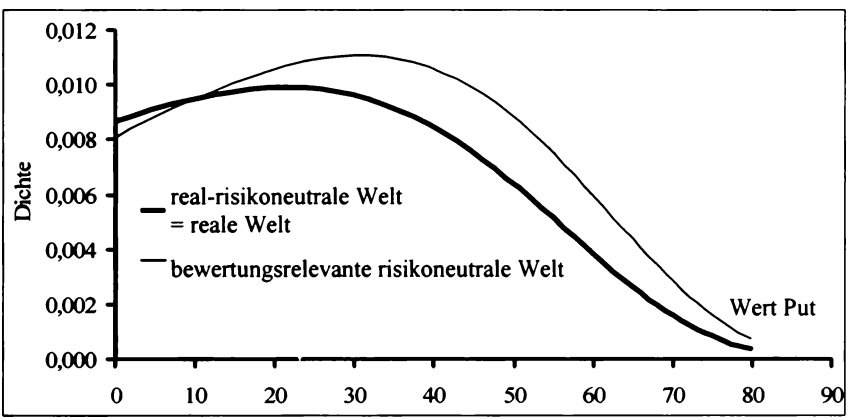


Abbildung 6: Nicht-atomarer Teil der Dichtefunktion des Putwertes bei geometrischer Brownscher Bewegung des Aktienkurses

In den Abbildungen 5 und 6 werden die Dichtefunktionen des Call- und Putwertes in T wiedergegeben. Diese Dichten existieren nicht im klassischen Sinne, da eine Auszahlung in Höhe von 0 bei Fälligkeit in der Regel eine positive Wahrscheinlichkeit besitzt, die zugehörigen Verteilungen mithin atomar sind. Dennoch lassen sich verallgemeinerte Dichten bestimmen, die im nicht-atomaren Teil mit „klassischen" Dichten übereinstimmen (vgl. hierzu Anhang E.II.). Diese nicht-atomaren Teile sind dabei über Standard-Transformationssätze herleitbar und werden in den Abbildungen wiedergegeben. Wie bei den Aktienkursen stimmen die Verteilungen der Optionswerte in der realen und real-risikoneutralen Welt überein (vgl. die Abbildungen 5 und 6). Die entsprechenden Verteilungsparameter im Beispiel sind Tabelle 4 zu entnehmen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Risikoprämien

Parallel zu den Überlegungen im Zusammenhang mit der Aktie kann nun auch die Risikoprämie in Optionspreisen bestimmt werden. Diese Risikoprämie *RP* ist analog zu (20) gerade die Differenz zwischen den Optionswerten in der realen und der real-risikoneutralen Welt (vgl. die Abbildungen 3 und 4 sowie Tabelle 4). Letzterer ist nach Definition der real-risikoneutralen Welt gegeben durch

$$f_0^* = e^{-r\,T}\,E(f_T), \tag{49}$$

somit erhält man

$$RP = f_0^* - f_0 = e^{-r\,T}\,E(f_T) - f_0 = e^{-r\,T}\,(E(f_T) - E'(f_T)). \tag{50}$$

Wiederum in Analogie zu (24) ist die Risikoprämie also die abgezinste Differenz der erwarteten Werte der Option in der realen und bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt.

Im Binomialmodell ist

$$f_0^* = e^{-r\,T}\,(p\,f_T^u + (1-p)\,f_T^d) \quad \text{und} \quad f_0 = e^{-r\,T}\,(p'\,f_T^u + (1-p')\,f_T^d) \tag{51}$$

und damit

$$RP = e^{-r\,T}\,(p - p')\,(f_T^u - f_T^d). \tag{52}$$

Wegen $p > p'$ gilt $RP > 0$ genau dann, wenn $f_T^u > f_T^d$ ist, das heißt, die Risikoprämie ist genau dann positiv, wenn wie bei einem Call eine Wertsteigerung der Aktie auch zu einem größeren Optionswert bei Fälligkeit führt. Umgekehrt ist sie negativ, wenn der Optionswert bei niedrigerem Aktienkurs höher ist.

Im Black/Scholes-Modell ist der Wert eines Calls in der real-risikoneutralen Welt

$$c_0^* = e^{-r\,T}\,E(c_T) = S_0^*\,N(d(\mu, 1)) - e^{-r\,T}\,X\,N(d(\mu, 0)) \tag{53}$$

und der eines Puts

$$p_0^* = e^{-r\,T}\,E(p_T) = -\,S_0^*\,N(-\,d(\mu, 1)) + e^{-r\,T}\,X\,N(-\,d(\mu, 0)), \tag{54}$$

das heißt, diese Formeln unterscheiden sich hier von denen für die reale Welt (vgl. (47), (48)) wiederum nur durch Austausch der Parameter r und μ sowie S_0 und S_0^*. Damit erhält man die Risikoprämien zu $c_0^* - c_0$ beziehungsweise $p_0^* - p_0$.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 4

Verteilungsparameter bei geometrischer Brownscher Bewegung

	reale Welt	*real-risikoneutrale Welt*	*bewertungsrelevante risikoneutrale Welt*
		Callwert	
aktueller Wert	13,85	20,53	13,85
Verteilungstyp	verschobene gestutzte logarithmische Normalverteilung		
Erwartungswert		21,15	14,27
Varianz		1.409	907
Standardabweichung		37,54	30,11
std. Schiefe		2,731	3,248
std. Kurtosis		13,68	17,93
Ausübungswahrscheinlichkeit		45,97 %	35,72 %
Risikoprämie		6,68	
		diskrete Callrendite	
Verteilungstyp	verschobene gestutzte logarithmische Normalverteilung		
Erwartungswert	52,65 %	3,00 %	
Varianz	734,4 %	334,4 %	472,5 %
Standardabweichung	271,0 %	182,9 %	217,4 %
		Putwert	
aktueller Wert	20,65	15,68	20,65
Verteilungstyp	verschobene gestutzte logarithmische Normalverteilung		
Erwartungswert		16,15	21,27
Varianz		407,9	491,9
Standardabweichung		20,20	22,18
std. Schiefe		1,0249	0,6716
std. Kurtosis		2,906	2,249
Ausübungswahrscheinlichkeit		54,03 %	64,28 %
Risikoprämie		– 4,97	
		diskrete Putrendite	
Verteilungstyp	verschobene gestutzte logarithmische Normalverteilung		
Erwartungswert	– 21,81 %	3,00 %	
Varianz	95,68 %	166,02 %	115,37 %
Standardabweichung	97,82 %	128,85 %	107,41 %

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In Analogie zu den Überlegungen im Binomialmodell zeigt sich, daß die Risikoprämie stets positiv ist, wenn die Auszahlung $f_T = \pi(S_T)$ der Option eine monoton wachsende Funktion des Aktienkurses S_T darstellt, wie zum Beispiel bei einem Call. Auf der anderen Seite ist sie stets negativ, wenn π monoton fällt wie bei einem Put. Dieser Zusammenhang läßt sich über Gleichung (26) beziehungsweise deren dynamische Variante auch duplikationstheoretisch begründen, wenn man berücksichtigt, daß die Hedgeratio Δ als Ableitung des Optionswertes nach dem Aktienkurs bei Calls stets positiv und bei Puts stets negativ ist.[24] Allgemein bedeutet Monotonie von π gerade konstantes Vorzeichen der Hedgeratio.[25] Das aus Δ Aktien und dem Zerobond gebildete Portfolio muß nun die gleiche Risikoprämie enthalten wie die Option. Da der ausfallrisikofreie Zerobond keine Risikoprämie im hier definierten Sinn aufweist, kann diese lediglich den Δ Aktien zugeordnet werden. Ist Δ positiv, so entspricht der Kauf der Option partiell dem Kauf von Aktien, so daß die Option eine identische positive Risikoprämie enthält wie die Aktienposition. Ist Δ negativ, so entspricht der Kauf der Option umgekehrt partiell dem (Leer-)Verkauf von Aktien. Der (Leer-)Verkäufer von Aktien muß jedoch eine positive Risikoprämie zahlen, da der Käufer diese beansprucht, weshalb eine Short-Position in Aktien eine negative Risikoprämie enthält. Damit enthält eine Option eine negative Risikoprämie – das heißt, der Käufer muß eine Prämie zahlen – genau dann, wenn Δ negativ ist. Dies bedeutet insbesondere, daß im Put eine negative Risikoprämie enthalten ist. Der Käufer eines Puts zahlt also ceteris paribus mehr, als er als Auszahlung aus der Option erwarten kann.

D. Konsequenzen und Zusammenfassung

Wann sollte man nun Optionen kaufen? Die vorstehenden Überlegungen haben gezeigt, daß in der realen Welt mit risikoaversen Investoren Optionspreise grundsätzlich Risikoprämien enthalten. Im Falle von Calls sind diese positiv, das heißt, der Käufer eines Calls erhält als Ausgleich für die übernommene Unsicherheit der zukünftigen Auszahlung einen höheren Erwartungswert als mit einer risikofreien Anlage zu erzielen wäre. Somit kann der Kauf eines Calls aus Investitionsgesichtspunkten durchaus Sinn machen. Hingegen muß der Käufer eines Puts die Risikoprämie zahlen, er wird für die Übernahme von Risiko also quasi bestraft, weshalb der alleinige Kauf eines Puts allenfalls für risikofreudige Investoren sinnvoll sein kann. Erklärt wird dieser Sachverhalt im Portfoliokon-

[24] Vgl. zum Beispiel *Hull* (2003), S. 303 f.

[25] Ein formaler Beweis ist auf Anfrage von den Autoren erhältlich. Man kann sich den Zusammenhang aber auch dadurch klar machen, daß bei steigendem Aktienkurs die Dichtefunktion nach rechts verschoben wird, so daß auch der Optionswert steigen wird, wenn bei höherem Aktienkurs der Payoff aus der Option höher ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

text: Da der Wert eines Puts im Allgemeinen negativ mit dem Markt korreliert ist, kann durch seinen Kauf auf Portfolioebene (systematisches) Risiko vernichtet werden, weshalb unter diesem Gesichtspunkt auch für risikoaverse Anleger der Erwerb von Puts vorteilhaft sein kann.

Um zu diesen Antworten zu gelangen, war eine detaillierte Auseinandersetzung mit dem Prinzip der risikoneutralen Bewertung und damit einhergehend dem Begriff der risikoneutralen Welt notwendig. Es stellte sich heraus, daß dieser Begriff zwei verschiedene ökonomisch sinnvolle Interpretationen zuläßt: Neben der in der Literatur gebräuchlichen bewertungsrelevanten risikoneutralen Welt ist als weiteres gedankliches Konstrukt die real-risikoneutrale Welt hilfreich, da sie neben einer hohen Anschaulichkeit eine einfache Kalkulation der Risikoprämien erlaubt. Anhand der Risikoprämien wurde gezeigt, wie sich beide Sichtweisen ineinander überführen lassen und daß sie letztlich zwei verschiedene Spielarten derselben grundlegenden risikoneutralen Bewertungssystematik sind.

Die risikoneutrale Verteilung hat ihre primäre Bedeutung für die Bewertung von Optionen oder allgemeiner Finanztiteln mit derivativem Charakter. Es muß jedoch stets zwischen dieser und der realen Verteilung unterschieden werden. Letztere ist bei verschiedenen Fragestellungen des Risikomanagements von zentraler Bedeutung, so zum Beispiel bei der Bestimmung zukünftiger Preisverteilungen in Value-at-Risk-Ansätzen. Auf keinen Fall sollte dort die reale mit der risikoneutralen Verteilung verwechselt werden.

E. Anhang

I. Höhere Momente von Calls und Puts

Seien S eine lognormalverteilte Zufallsvariable zu den Parametern $(h - \sigma^2 / 2)\, T + \ln(S_0)$ und $\sigma^2 T$ sowie $X > 0$ eine Konstante. Nach Lhabitant (1998), S. 30, gilt für die oberen beziehungsweise unteren Momente von S:

$$U(n) = E(S^n\, 1_{\{S_T \geq X\}}) = S_0^n \exp(n\,(h + (n-1)\,\sigma^2 / 2)T)\, N(d(h, n)),$$

$$L(n) = E(S^n\, 1_{\{S_T \leq X\}}) = S_0^n \exp(n\,(h + (n-1)\,\sigma^2 / 2)T)\, N(-d(h, n))$$

$$\text{mit } d(h, n) = \frac{\ln(S_0 / X) + (h + (2n-1)\,\sigma^2 / 2)\, T}{\sigma \sqrt{T}}.$$

Satz (i) Für die n-ten nicht-zentralen Momente ($n \geq 1$) von $c = max\{S - X; 0\}$ und $p = max\{X - S; 0\}$ gilt:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$E(c^n) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} X^{n-j} U(j),$$

$$E(p^n) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{j} X^{n-j} L(j).$$

(*ii*) *Für die n-ten zentralen Momente gilt:*

$$E((c - E(c))^n) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} E(c^j) E(c)^{n-j},$$

$$E((p - E(p))^n) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} E(p^j) E(p)^{n-j}.$$

Beweis: Der Beweis wird geführt für c, der Beweis für p verläuft analog. Sei F die Verteilung von S.

zu (*i*): Es ist

$$E(c^n) = E((\max\{S - X; 0\})^n) = \int_X^\infty (s - X)^n \, dF = \int_X^\infty \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} s^j X^{n-j} \, dF$$

$$= \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} X^{n-j} \int_X^\infty s^j \, dF = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} X^{n-j} U(j).$$

zu (*ii*): Sei Y eine Zufallsvariable. Dann ist

$$E((Y - E(Y))^n) = E\left(\sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} Y^j E(Y)^{n-j} \right) = \sum_{j=0}^{n} \binom{n}{j} (-1)^{n-j} E(Y^j) E(Y)^{n-j}.$$

Anwenden dieser Identität auf c beziehungsweise p liefert mit (*i*) die Behauptung.

II. Dichten

Satz: Seien X eine reellwertige Zufallsvariable mit Dichte h_X, g eine streng monoton wachsende bis auf abzählbar viele Ausnahmen überall differenzierbare Funktion auf den reellen Zahlen und Y = g(X), so ist die Dichte von Y gegeben durch

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$h_Y(y) = h_X(g^{-1}(y)) \frac{d}{dy} g^{-1}(y). \tag{55}$$

Ist g streng monoton fallend, so gilt

$$h_Y(y) = - h_X(g^{-1}(y)) \frac{d}{dy} g^{-1}(y). \tag{56}$$

Beweis: Siehe Krengel (1991), S. 139.

Sei f nun ein Derivat mit – wie bei Calls und Puts – monotoner bis auf abzählbar viele Ausnahmen überall differenzierbarer Payoff-Funktion $f_T = \pi(S_T)$ und h_S die Dichte von S_T. Ist diese Payoff-Funktion nicht streng monoton, sondern teilweise flach, so besitzt das Derivat im Allgemeinen keine Dichte im klassischen Sinn, da die Verteilung Atome, das heißt Sprünge aufweist.

Dieser Mangel läßt sich jedoch leicht beheben, wenn auf den Atomen nicht das klassische Lebesgue-Maß λ, sondern geeignete Dirac-Maße betrachtet werden. Seien $x_1, ..., x_n$ die Atome der Verteilung von f_T und $y_i = P(f_T = x_i)$ die zugehörigen Wahrscheinlichkeiten. Dann gilt folgender Zusammenhang für jede (meßbare) Teilmenge A der reellen Zahlen:

$$P(f_T \in A) = \int_A h(s)\, ds + \sum_i y_i\, \delta_{x_i}(A). \tag{57}$$

Dabei ist $h(y)$ durch (55) respektive (56) für $y \notin \{x_1, ..., x_n\}$ und 0 sonst gegeben; $\delta_{x_i}(A)$ ist genau dann 1, wenn $x_i \in A$ ist, und 0 sonst.

Der erste Teil von (57) entspricht dabei gerade einer „normalen Dichte" über dem nicht-atomaren Teil, der zweite Teil trägt der Atombildung Rechnung. Mit einer modifizierten Dichte $h^*(y) = h(y)$ für $y \notin \{x_1, ..., x_n\}$ und jeweils $h^*(x_i) = y_i$ sowie dem über $\lambda^*(A) = \lambda(A) + \sum_i \delta_{x_i}(A)$ modifizierten Lebesgue-Maß läßt sich (57) darstellen als

$$P(f_T \in A) = \int_A h^*(s)\, d\lambda^*, \tag{58}$$

und die Option besitzt somit auch eine Dichte. Analoge Zusammenhänge ergeben sich auch für monotone Funktionen von Derivaten, also zum Beispiel Renditen. Im folgenden sind die nicht-atomaren Teile der Dichten für Aktienkurs, Callwert und Putwert sowie deren diskrete Renditen über die normalverteilte kontinuierlichen Aktienrendite, deren Dichte mit f_{r_k} bezeichnet werde, aufgeführt:

Aktienkurs: $$f_{S_T}(s) = f_{r_k}(\ln(s / S_0)) \frac{1}{s},$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

diskrete Aktienrendite: $f_{r_d,S}(r) = f_{r_k}(\ln(1+r))\frac{1}{1+r}$,

Callwert: $f_{c_T}(c) = f_{r_k}(\ln((X+c)/S_0))\frac{1}{X+c}$ $(c>0)$,

diskrete Callrendite: $f_{r_d,c}(r) = f_{r_k}(\ln((X+(1+r)c_0)/S_0))\frac{c_0}{X+(1+r)c_0}$ $(r>-1)$,

Putwert: $f_{p_T}(p) = f_{r_k}(\ln((X-p)/S_0))\frac{1}{X-p}$ $(p>0)$,

diskrete Putrendite: $f_{r_d,p}(r) = f_{r_k}(\ln((X-(1+r)p_0)/S_0))\frac{p_0}{X-(1+r)p_0}$ $(r>-1)$.

Literaturverzeichnis

Aitchison, J. / *Brown*, J. A. (1981): The Lognormal Distribution, repr., Cambridge u. a.

Bingham, N. H. / *Kiesel*, R. (2000): Risk-Neutral Valuation: Pricing and Hedging of Financial Derivatives. 3rd pr., London u. a.

Black, F. / *Scholes*, M. (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities. „Journal of Political Economy", Vol. 81, S. 637-654.

Cox, J. C. / *Ross*, S. A. / *Rubinstein*, M. (1979): Option Pricing: A Simplified Approach. „Journal of Financial Economics", Vol. 7, S. 229-263.

Duffie, D. / *Pan*, J. (1997): An Overview of Value at Risk. „Journal of Derivatives", Vol. 4, No. 3, S. 7-49.

Elton, E. J. / *Gruber*, M. J. (1995): Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 5th ed., New York u. a.

Entrop, O. (2000): Credit-Value-at-Risk unter besonderer Berücksichtigung des Zusammenhangs von Markt- und Kreditrisiken. In: Finanzielle Märkte und Banken – Innovative Entwicklungen am Beginn des 21. Jahrhunderts. Hrsg. v. J. Holst / M. Wilkens. Berlin, S. 257-285.

Harrison, J. M. / *Pliska*, S. R. (1981): Martingales and Stochastic Integrals in the Theory of Continuous Trading. „Stochastic Processes and their Applications", Vol. 11, S. 215-260.

Hull, J. C. (2003): Options, Futures & Other Derivatives. 5th ed., Upper Saddle River.

Jarrow, R. A. / *Turnbull*, S. M. (2000): The Intersection of Market and Credit Risk. „Journal of Banking and Finance", Vol. 24, S. 271-299.

Keller, T. / *Sièvi*, F. (1999): Kreditwirtschaft in der Wahrscheinlichkeitsfalle? „Die Bank", S. 638-643.

Krengel, U. (1991): Einführung in die Wahrscheinlichkeitstheorie und Statistik. 3. Aufl., Braunschweig u. a.

Leisen, D. / *Reimer*, M. (1996): Binomial Models for Option Valuation – Examining and Improving Convergence. „Applied Mathematical Finance", Vol. 3, S. 319-346.

Lhabitant, F.-S. (1998): Enhancing Portfolio Performance Using Options Strategies – Why Beating the Market is Easy. Working Paper, Ecole des Hautes Edutes Commercials, University of Lausanne.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Lohmann, K. (1990): Finanzielle Haftung im optionstheoretischen Modell. In: Finanzielle Haftung in der Geldwirtschaft. Hrsg. v. W. Benner / G. Liebau. Stuttgart, S. 165-228.

– (1995): Stochastische Modelle zur Bewertung künftiger Zahlungsleistungen in betriebswirtschaftlicher Sicht. Göttingen.

Merton, R. C. (1974): On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates. „Journal of Finance", Vol. 29, S. 449-470.

Rubinstein, M. (1976): The Valuation of Uncertain Income Streams and the Pricing of Options. „Bell Journal of Economics and Management", Vol. 7, S. 407-425.

Taylor, S. (1986): Modeling Financial Time Series. Chichester.

Zimmermann, H. (1998): State-Preference Theorie und Asset Pricing – eine Einführung. Heidelberg.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Leistungen und Finanzierung deutscher Studentenwerke

Von Cornelia Wolf

A. Einleitung

Die Existenzberechtigung bestimmter öffentlicher Betriebe wird insbesondere in Zeiten knapper öffentlicher Mittel gern in Frage gestellt. So sehen sich derzeit auch die Studentenwerke mit der Kürzung staatlicher Zuschüsse konfrontiert. Problemverstärkend für die Studentenwerke wirkt die Diskussion nach mehr Wettbewerb zwischen den Hochschulen sowie die grundsätzliche Umstellung der Haushaltsführung der Hochschulen weg vom System der Kameralistik hin zu einer Globalsteuerung. Auf diese Weise ergibt sich die Notwendigkeit für die Studentenwerke, ihre Existenz dem Staat auf der einen Seite und den Hochschulen auf der anderen Seite neu zu begründen und sich in diesem „Dreiecksverhältnis" zu positionieren.

Ziel des Beitrages ist es, einen kurzen Abriß über die aktuelle Situation und einige künftige Herausforderungen für Studentenwerke in bezug auf deren Leistungsangebot und dessen Finanzierung zu liefern. Der Fokus des vorliegenden Beitrages liegt in Teil B. zunächst auf den Leistungen, welche die Studentenwerke im Hochschulraum erbringen. Diese Leistungen werden – anders als bei privatrechtlich organisierten Unternehmen – nicht direkt aus einem vorhandenen Bedarf abgeleitet, sondern folgen aus gesetzlich festgelegten, öffentlichen Aufgaben. Die Leistungserstellung soll über das Einhalten wirtschaftlicher Grundsätze hinaus bestimmte außerwirtschaftliche Ziele erreichen. Die Zielerreichung in diesem außerwirtschaftlichen Bereich dient der Legitimation von Studentenwerken als öffentliche Betriebe. Die Studentenwerke setzen zur Leistungserstellung die ihnen zur Verfügung stehenden finanziellen Mittel auf äußerst effiziente Art und Weise ein. Das wird schon dadurch deutlich, daß sie sich zum größten Teil aus eigenen Einnahmen, nämlich aus dem Verkauf der erstellten Leistungen, finanzieren. Teil C. zeigt auf, aus welchen Anteilen sich das Budget der Studentenwerke zusammensetzt. Der Anteil des Staates am Budget der Studentenwerke wird in einigen Bundesländern bereits indikatorgestützt im Rahmen von Leistungsvereinbarungen vergeben. Diese neuen Ansätze zur Bemessung staatlicher Zuschüsse werden im Teil D. dargestellt. Dazu wird die aktuelle Praxis in ausgewählten Bundesländern gezeigt. Der Beitrag endet mit einem Ausblick in Teil E.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

B. Leistungen der Studentenwerke

I. Partner bei der Erfüllung verfassungsgemäßer Aufgaben

Studentenwerke gibt es in Deutschland seit über 80 Jahren. Was einst als Selbsthilfeeinrichtungen begann, wurde nach dem Zweiten Weltkrieg zunächst als eingetragene Vereine und in den 1970er Jahren dann zumeist als Landesanstalten des öffentlichen Rechts errichtet.

Anstalten des öffentlichen Rechts dienen der Erfüllung öffentlicher Aufgaben. Solche öffentlichen Aufgaben resultieren aus politischen Zielen, welche sich wiederum aus einem öffentlichen Interesse ableiten.[1] So ist sicherlich ein hohes Bildungsniveau der Bevölkerung im öffentlichen Interesse. Dieses öffentliche Interesse spiegelt sich in den folgenden Verfassungsvorgaben des Grundgesetzes (GG) wieder:

- Aus dem Staatlichen Bildungsauftrag Art. 12 Abs. I GG entspringt ein nahezu ausschließlich staatliches Hochschulwesen.
- Das Sozialstaatsgebot des Art. 20 Abs. III GG gibt das System der direkten und indirekten Studienförderung vor und gewährleistet auf diese Weise die Chancengleichheit beim Hochschulzugang.
- Die parlamentarische Kontrolle der öffentlichen Mittel wird über das Demokratiegebot des Art. 20 Abs. I GG ereicht.

Im Bereich der indirekten (und der direkten) Studienförderung leisten die Studentenwerke bei der Erfüllung der so formulierten politischen Ziele einen Beitrag. Die ihnen anvertrauten öffentlichen Aufgaben werden auf Ebene der Länder in Studentenwerksgesetzen vorgegeben. Dabei sind Kriterien für das Vorliegen der dort formulierten öffentlichen Aufgaben Bedarf und Bedarfsdekkung.[2] Ausgangspunkt für Aufgaben der Studentenwerke (vgl. Kapitel B.II.) bilden hier die wirtschaftlichen, sozialen, gesundheitlichen und kulturellen Bedürfnisse der Studierenden. Die gesetzlichen, öffentlichen Aufgaben formulieren somit den vorhandenen Bedarf, aus dem auf Ebene des einzelnen Studentenwerkes die Ziele des Betriebes abzuleiten sind. Die Ziele aus der individuellen Sicht eines Betriebes sind sogenannte endogene Ziele.[3]

Ein Beispiel soll den Zusammenhang von öffentlicher Aufgabe, Zielen eines Studentenwerks und Leistungen eines Studentenwerks verdeutlichen: Im § 2 Abs. 1 des Studentenwerksgesetzes des Landes Mecklenburg-Vorpommern wird

---

[1] *Eichhorn* (2001), S. 410; *Erhardt* (1985), S. 15. Zum Zusammenhang zwischen Zielen und Aufgaben siehe *Brede* (2001), S. 18 f.

[2] *Eichhorn* (2001), S. 410; *Erhardt* (1985), S. 17.

[3] *Brede* (2001), S. 19.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

die *Aufgabe* der Studentenwerke – nämlich die soziale, wirtschaftliche, gesundheitliche und kulturelle Förderung der Studierenden – recht konkret unter anderem durch das Betreiben von Verpflegungseinrichtungen vorgegeben. Aus dieser öffentlichen Aufgabenstellung heraus wird das endogene *Ziel* des Studentenwerkes „Herstellen von Mahlzeiten" abgeleitet. Die *Leistungen* des Studentenwerkes sind dann die hergestellten Mahlzeiten als Ergebnis des betriebswirtschaftlichen Leistungserstellungsprozesses.

In jedem Fall ist die öffentliche Aufgabenerfüllung dem Wirtschaftlichkeitsprinzip verpflichtet, allerdings nicht allein. Die Erfüllung öffentlicher Aufgaben ist außerdem von den erwähnten politischen, außerwirtschaftlichen Zielen determiniert. Brede[4] spricht hierbei von exogenen Zielen. Wichtig ist neben dem wirtschaftlichen Handeln die Wirksamkeit der Zielerreichung in diesen Bereichen. Zur einfachen Input-Output-Relation einer rein wirtschaftlichen Betrachtungsweise treten bestimmte Einwirkungen (Impact) und Auswirkungen (Outcome).[5]

Die Studentenwerke als Landesanstalten des öffentlichen Rechts zählen in der Öffentlichen Betriebswirtschaftslehre zu den öffentlichen Unternehmen. Eine solche unternehmerische Bewältigung öffentlicher Aufgaben kommt dann in Betracht, wenn Daseinsvorsorge – und nicht hoheitliche Aufgaben – vorliegen, sowie die Leistungen entgeltlich angeboten werden.

Aus dieser Konstellation verstärkt sich das Spannungsfeld zwischen wirtschaftlichen-endogenen und außerwirtschaftlichen-exogenen Zielstellungen. Die Studentenwerke wirken hier gewissermaßen „zwischen den Stühlen". Aus wirtschaftspolitischer Sicht besitzen die außerwirtschaftlich-exogenen Ziele Dominanz vor den wirtschaftlich-endogenen Zielen, denn sie bilden bislang die Legitimationsbasis oder auch Existenzberechtigung für die Studentenwerke.[6] Aus Sicht des einzelnen Studentenwerkes stellen die außerwirtschaftlichen Ziele eine Nebenbedingung dar.

Als außerwirtschaftliche-exogene Ziele der Studentenwerke lassen sich nach Eichhorn[7] Ziele zugunsten der Allgemeinheit sowie Betreuungs- und Förderungsziele identifizieren. Ziele zugunsten der Allgemeinheit betreffen die Hochschulen, die Gesellschaft sowie die Umwelt. Betreuungs- und Förderziele sind darüber hinaus Beiträge zur Durchsetzung von Chancengleichheit, zur Gesundheitsvorsorge sowie für die Kulturteilhabe. Bei der Umsetzung der außerwirtschaftlichen Ziele legitimieren sich die Studentenwerke dadurch, daß sie in den aufgezeigten Bereichen über das Wirtschaftliche hinaus Nutzen stiften.

---

[4] *Brede* (2001), S. 18.

[5] *Eichhorn* (2001), S. 415; *Huber* (1985).

[6] *Eichhorn* (2004), S. 4 f.; Studentenwerk Hamburg (2001).

[7] *Eichhorn* (2004), S. 5-7.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Innerhalb der wirtschaftlich-endogenen Ziele lassen sich Formal- und Sachziele[8] unterscheiden. Danach beantworten die Sachziele „was" von der Einzelwirtschaft verlangt wird, das heißt welche Leistungen gefordert sind. Dagegen beschreiben die Formalziele „wie" die Leistungen zu erstellen sind. Die für Studentenwerke aus der öffentlichen Aufgabenstellung resultierenden Leistungen sind im folgenden Kapitel B.II. dargestellt.

II. Leistungsspektrum der Studentenwerke

Den deutschen Studentenwerken werden die von ihnen zu erfüllenden Aufgaben der wirtschaftlichen, sozialen, gesundheitlichen und kulturellen Förderung der Studierenden in der Regel durch Landesgesetz vorgegeben. Hierzu zählt die Durchführung des Bundesausbildungsförderungsgesetzes (BAföG) als direkte Förderung der Studierenden[9] und der Betrieb von Mensen und Cafeterien sowie von Studentenwohnheimen als indirekte Förderung. Die indirekte Förderung – als Zuschüsse des Staates an die Studentenwerke – hat lediglich einen Anteil an der Gesamtförderung des Staates von 4 Prozent. Als weitere Aufgaben kommen in vielen Bundesländern die kulturelle Betreuung der Studierenden, das Angebot sozialer und psychologischer Beratung sowie der Betrieb von Studentenhäusern und Kindertagesstätten hinzu.

Aus den oben skizzierten Aufgabenfeldern ergeben sich wirtschaftliche Sachziele der Studentenwerke wie das Herstellen von Hauptmahlzeiten und Pausenverpflegungen, das Vermieten von Wohnheimplätzen, die Beratung in Sachen BAföG und bei psycho-sozialen Problemen sowie die Förderung von kulturellen Veranstaltungen.[10] Das sich daraus ableitende Leistungsspektrum wird in der aktuellen Diskussion über die zukünftige Entwicklung der Studentenwerke auf den Prüfstand gestellt. Durch den Abbau allgemeiner sozialer Leistungen im gegenwärtigen Reformprozeß in Deutschland wird der Zugang für Studierende aus den unteren Schichten sicherlich weiter erschwert,[11] was neue Anforderungen insbesondere auch an die Weiterentwicklung von sozialen und psychologischen Beratungen stellt. Im Rahmen der Internationalisierung der Hochschulen stellt die wirtschaftliche und soziale Integration ausländischer Studierender einen weiteren Schwerpunktbereich der Arbeit der Studentenwerke dar.

---

[8] Zur Unterscheidung von Sach- und Formalzielen vgl. *Brede* (2001), S. 18 f.

[9] Zur direkten Studienförderung des Staates zählt neben dem BAföG auch die Auszahlung des Kindergeldes an die Eltern von Studierenden bis zum 27. Lebensjahr des Kindes.

[10] Die Aufzählung erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit für die einzelnen Studentenwerke.

[11] *Isserstedt u. a.* (2004), S. 9 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In der aktuellen Diskussion gab es Vorschläge des Centrum für Hochschulentwicklung (CHE),[12] die Studentenwerke langfristig in die Trägerschaft der Hochschulen zu bringen. Gegen diese Idee spricht vor allem die Konzentration auf Kernkompetenzen. So liegen die Kernkompetenzen der Hochschulen auf dem Gebiet von Lehre und Forschung; die Kernkompetenzen der Studentenwerke bestehen aufgrund jahrzehntelanger Erfahrungen in den weiter oben beschriebenen Aufgabenbereichen. Dabei arbeiten die Studentenwerke schon seit langem nach wirtschaftlichen Kriterien in einem durch Wettbewerb geprägten Umfeld,[13] wogegen die Universitäten gerade erst beginnen, sich nicht nur dem Wettbewerb zu öffnen, sondern auch vom kameralistischen System der Mittelverteilung zu trennen.

Die Frage „Eigenfertigung" sozialer Dienstleistungen durch die Hochschulen oder „Fremdbezug" derselben von den Studentenwerken kann auch deswegen zugunsten der Studentenwerke beantwortet werden, weil Studentenwerke in der Regel gleichzeitig für mehrere Hochschulstandorte zuständig sind und dadurch erhebliche Synergieeffekte erzielen können.

Der „Fremdbezug" der sozialen Dienstleistungen von den Studentenwerken durch die Hochschulen sollte allerdings auch per Kontrahierungszwang erfolgen. Dafür spricht zum einen, daß die Studierenden einen festen Ansprechpartner für alle Rahmenbedingungen des Studierens wünschen.[14] Beim Herauslösen einzelner Teilbereiche im Sinne einer „Rosinenpickerei" und der Vergabe an privatrechtlich organisierte Unternehmen wären die restlichen Bereiche allein nicht überlebensfähig. Die flächendeckende Versorgung der Studierenden – auch an kleineren Standorten – ist dann nicht mehr gegeben. Gerade an kleinen Standorten mit wenigen Studierenden besteht die Gefahr des Marktversagens aufgrund sinkender Durchschnittskosten bei hohen Fixkosten, welche beispielsweise beim Bau einer Mensa oder einer Studentenwohnanlage anfallen.[15] Zum anderen würde in den privatisierten Bereichen eine Ausrichtung von der Nutzer- hin zur Gewinnorientierung erfolgen; die durch die Rechtsform der Anstalt des öffentlichen Rechts realisierten außenwirtschaftlichen Ziele würden auf diese Weise nicht mehr erreicht. Sicherlich ist es für die Zukunft ratsam, die Profilbildung der Hochschulen durch den Abschluß langfristiger Zielvereinbarungen zwischen Hochschulen und Studentenwerken zu manifestieren.

---

[12] Studentenwerk Hamburg (2004).

[13] *Eichhorn* (1985); *Igney* (1985); *Huber* (1985).

[14] *Willige/Weber* (2004), S. 31.

[15] Die Theorie des Marktversagens kann begründen, warum bestimmte Güter und Dienstleistungen einer besonderen Förderung durch den Staat bedürfen. *Brede* (2001), S. 14 f. Zu den Gründen des Marktversagens vgl. *Engelhard* (1990), S. 35 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

C. Finanzierung der Leistungen von Studentenwerken

Die Finanzierung der Studentenwerke erfolgt aus erwirtschafteten Einnahmen, den Semesterbeiträgen der Studierenden und den Landeszuschüssen zum laufenden Betrieb. Für die Durchführung des BAföG erhalten die Studentenwerke eine Kostenerstattung von den Ländern.[16]

Etwa zwei Drittel der Finanzierung der Leistungserstellung der Studentenwerke erfolgt durch selbst erwirtschaftete Einnahmen. Diese beinhalten die Umsatzerlöse der Mensen und Cafeterien, die Mieteinnahmen aus den Wohnheimen sowie sonstige Einnahmen wie beispielsweise Zinserträge.

Im Jahr 2002 betrug der Anteil der selbsterwirtschafteten Einnahmen an der Finanzierung des Gesamtbudgets in Höhe von 1,035 Milliarden € 63,2 Prozent. Der Anteil der Semesterbeiträge deckte 11,3 Prozent des Budgets und der Landeszuschuß belief sich auf 16,5 Prozent. Seit Beginn der 1990er Jahre läßt sich ein kontinuierlicher Anstieg des Anteils aus selbst erwirtschafteten Einnahmen sowie ein Rückgang des Landeszuschusses – der sich auch in den absoluten Beträgen wiederfindet – beobachten. Trotz der Zuschußrückgänge ist das Gesamtbudget der Studentenwerke in den letzten fünf Jahren deutlich gestiegen.[17]

Die Finanzierung aus den Semesterbeiträgen der Studierenden gewinnt ebenfalls an Bedeutung; hierbei sind sowohl zwischen den Bundesländern als auch innerhalb der Länder zum Teil erhebliche Unterschiede festzustellen. Im Sommersemester 2003 lag der durchschnittliche Semesterbeitrag bei 36,91 €. Durch massive Zuschußkürzungen erhöhten viele Studentenwerke die Semesterbeiträge, was zu einem durchschnittlichen Semesterbeitrag von 39,30 € im Wintersemester 2003/2004 führte.[18]

Bis auf das Land Rheinland-Pfalz erfolgt die Bearbeitung der Förderanträge des BAföG in den Studentenwerken. Die Aufwanderstattung für die Förderungsverwaltung betrug 2002 70,3 Millionen €, das entsprach 6,8 Prozent des Gesamtbudgets.[19]

D. Ansätze zur Bemessung der Zuschüsse der Länder

Die Landeszuschüsse für die verschiedenen Leistungsbereiche der Studentenwerke können als Finanzhilfe oder als Zuwendungen (institutionelle Förde-

[16] Deutsches Studentenwerk (2004), S. 15-19. Zur Finanzierung der Studentenwerke vgl. auch *Beuermann* (2001).

[17] Deutsches Studentenwerk (2004), S. 16 f.

[18] Deutsches Studentenwerk (2004), S. 18.

[19] Deutsches Studentenwerk (2004), S. 17.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

rung) nach den einschlägigen Bestimmungen der jeweiligen Haushaltsgesetze der Länder gewährt werden. Dabei ist die Form der Zuwendung als Fehlbetrags- oder Festbetragsfinanzierung oder auch in Mischformen möglich. Es besteht bei der Finanzhilfe ein Rechtsanspruch der Studentenwerke auf die staatlichen Leistungen, der bei den Zuwendungen nur dann gegeben ist, wenn die Zuwendung als Festbetragsfinanzierung auf der Grundlage einer Leistungsvereinbarung gezahlt wird.[20]

Im Zuge der Reformdebatte der Hochschulen und der Forderung nach einer „entfesselten" Hochschule[21] wird über neue Modelle der staatlichen Finanzierung diskutiert. Dabei soll die Indikatorsteuerung zusammen mit dem Instrument der Zielvereinbarungen im deutschen Hochschulsystem zunehmend das traditionelle kameralistische System der Budgetzuweisung an den Hochschulen ersetzen.[22] In diesem Kontext könnte auch die Mittelvergabe an die Studentenwerke indikatorgestützt beziehungsweise formelgestützt erfolgen. Insbesondere im Bereich der Kostenerstattung für die Durchführung des BAföG streben einige Länder das Umstellen auf sogenannte Fallkostenpauschalen und Kostenbudgets an. Aber auch der Abschluß von Zielvereinbarungen zwischen Ländern und Studentenwerken sowie zwischen Hochschulen und Studentenwerken wird zunehmen.

I. Indikatorgesteuerte Mittelvergabe

Die indikatorgestützte Mittelvergabe ist durch Zielbezug, Regelbindung und Wettbewerb gekennzeichnet.[23] Das bedeutet, es werden Indikatoren bestimmt, die die Kernziele des Zuwendungsgebers – in diesem Fall die Länder – abbilden. Der Zusammenhang zwischen deren Kernzielen und der Finanzierung wird in eine mathematische Formel gefaßt, das heißt, es entsteht eine transparente und eindeutig formulierte Finanzierungsregel.[24] Zwischen den Zuwendungsempfängern, das heißt den verschiedenen Studentenwerken eines Landes, wird ein Wettbewerb initiiert.[25] Die neue Steuerung über Indikatoren sollte einhergehen mit weitgehender Autonomie des Zuwendungsempfängers, denn nur so können sich die gewünschten Wirkungen entfalten. Unter Umständen sind ergänzende Zielvereinbarungen (vgl. D.II.) abzuschließen, da die Indikatoren

[20] *Beuermann* (2001), S. 57.
[21] *Müller-Böling* (2000).
[22] *Ziegele* (2000b), S. 196.
[23] *Ziegele* (2000b), S. 196.
[24] Zu den Meßproblemen der Ziele öffentlicher Betriebe vgl. *Brede* (2001), S. 16.
[25] *Ziegele* (2000b), S. 197.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

stets rückwärts ausgerichtet sind und auf diese Weise keine Vorfinanzierung bestimmter Maßnahmen möglich ist.[26]

Eine wesentliche Entscheidung für das Gelingen der indikatorgestützten Mittelzuweisung ist die verfahrenstechnische Umsetzung, das heißt die Entscheidung für ein bestimmtes Modell und die Auswahl der geeigneten Indikatoren. Um eine stärkere Leistungsorientierung der Zuwendungsempfänger zu erreichen, ist es besser, bestimmte Output- oder Nachfragegrößen anstelle von Aufwandsgrößen als Indikatoren zu verwenden.[27]

Die grundsätzliche Unterscheidung indikatorgestützter Modelle staatlicher Finanzierung erfolgt in Preismodelle auf der einen und in Verteilungsmodelle auf der anderen Seite.[28] Bei den *Preismodellen* werden feste Preise pro Indikator festgelegt; damit ist das Volumen der Förderung grundsätzlich variabel und nur abhängig vom Indikatorwert. Bei der Koppelung an mehrere Indikatoren ist so auch die Verschiebung der Finanzierungsanteile zugunsten verschiedener Indikatoren möglich.

Den Gegensatz zu den Preismodellen bilden die *Verteilungsmodelle* („Topfmodelle"). Hier wird ein fester Betrag nach Indikatoren anteilig zwischen mehreren Zuwendungsempfängern – also beispielsweise den Studentenwerken eines Landes – verteilt. Variabel ist mithin beim Verteilungsmodell die Prämie, die ein Leistungsempfänger für eine Leistungseinheit erwarten kann;[29] das Verteilungsmodell dient so der anteiligen Mittelbemessung.[30]

Varianten der beiden Modelltypen sind denkbar, wenn man die Höhe der Zuwendung nicht vom Niveau der Indikatorwerte abhängig macht, sondern von der relativen (prozentualen) Differenz gegenüber der Vorperiode oder den Vorperioden (Zeitvergleich). Die mit bestimmten Gewichten aggregierten Differenzfaktoren der Indikatorwerte werden hierbei mit dem Budgetanteil der Basisperiode multipliziert. Die Summe der indikatorgestützten Zuweisung ist zunächst variabel, das heißt abhängig von den realisierten Indikatorwerten. Das entspricht einem Preismodell. Indem man die einzelnen Budgets um einen bestimmten Faktor skaliert, läßt sich die Zuweisung jedoch analog zum Verteilungsmodell auf einen vorgegebenen Betrag festlegen.[31]

Betrachtet man die Vor- und Nachteile der jeweiligen Modelle läßt sich folgendes konstatieren: Beim Verteilungsmodell können die Länder – als Zuwen-

---

[26] *Ziegele* (2000a), S. 40.

[27] *Leszczensky/Orr* (2004).

[28] *Leszczensky/Orr* (2004), S. 8; *Ziegele* (2000b), S. 199.

[29] Denkbar wäre für Studentenwerke z. B. die Anzahl der an Studierende ausgegebenen Essen; eine Leistungseinheit wäre hier eine Essenportion an Studierende.

[30] *Leszczensky/Orr* (2004), S. 8 f.

[31] *Leszczensky/Orr* (2004), S. 10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

dungsgeber – ein bestimmtes Budget festlegen; es müssen keine Extramittel reserviert werden. Für die Zuwendungsempfänger aber ist die Höhe der Zuschüsse unsicher: Sie ist nicht nur abhängig von den eigenen Leistungen, sondern auch von den Leistungen anderer. Je höher die Summe der Indikatorwerte, desto geringer sind die Mittel je Indikatoreinheit.[32]

Umgekehrt verhält es sich beim Preismodell, denn hier liegt die Unsicherheit bei den Zuwendungsgebern: Je höher die Summe der Indikatorwerte, desto höher ist der dadurch begründete Landeszuschuß. Die Zuwendungsempfänger hingegen verfügen über eine sichere preisliche Kalkulationsgrundlage.

Wie die Unsicherheit zwischen Zuwendungsempfänger und Zuwendungsgeber zu verteilen ist, leitet sich nun insbesondere aus der Risikoaversion der beiden Akteure ab: Der Gesamtnutzen des Zuwendungsgebers hängt nicht allein von einem, sondern von vielen Kontrakten ab; der Nutzen des Zuwendungsempfängers ist hingegen nur von einem Vertrag abhängig. Aus dieser ökonomischen Sicht wäre das Preismodell dem Verteilungsmodell vorzuziehen.[33]

Für die oben beschriebene Variante, die Mittel nicht vom gegebenen Niveau der Indikatoren, sondern von der prozentualen Differenz im Vergleich zur Vorperiode abhängig zu machen, spricht hier, daß die strukturell begründete Mittelverteilung fortgeschrieben und lediglich entsprechend der Veränderungen der Indikatorwerte modifiziert wird. Allerdings besteht hierbei auch die Gefahr, daß historische Effizienzunterschiede weiter manifestiert werden.[34]

II. Zielvereinbarung

Neben der indikatorgestützten Mittelvergabe, bei der Gelder „automatisch" entsprechend der Ist-Entwicklung bestimmter Indikatoren verteilt werden, gibt es die Möglichkeit der Mittelvergabe per Zielvereinbarung. Hierbei werden Gelder aus einem Zentralpool per Einzelfallentscheidung je nach Ausmaß der Zielverfolgung oder Zielerreichung vergeben. Soweit die Zielerreichung komplexere Strukturen oder Maßnahmen beinhaltet und nicht durch einen einheitlichen, einfachen Indikator zu beurteilen ist, arbeitet man besser mit einer Zielvereinbarung als mit einer Formel.[35]

In der Zielvereinbarung verpflichten sich die Zuwendungsempfänger (Aufgabenträger) gegenüber dem Zuwendungsgeber dazu, innerhalb einer festgelegten Zeitspanne bestimmte Ziele zu erreichen. Die Mittelzuweisung erfolgt dann

[32] *Leszczensky/Orr* (2004), S. 73. Vgl. auch Fußnote 29.
[33] In der Praxis dominieren die Verteilungsmodelle. *Ziegele* (2002b), S. 200.
[34] *Leszczensky/Orr* (2004), S. 74.
[35] *Ziegele* (2000a), S. 40.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

unter der Maßgabe, daß die angestrebten Ziele durch geeignete Maßnahmen erreicht werden – und zwar ohne daß der Zuwendungsgeber Einfluß auf die Wahl der Maßnahmen nimmt. Zielvereinbarungen sind von einem wechselseitigen, gleichrangigen Verhältnis von gegenseitiger Verpflichtung und Berechtigung geprägt; sie dulden mithin bei der von beiden Seiten getragenen Festlegung von Zielen kein obrigkeitliches Ungleichgewicht.[36]

III. Aktuelle Entwicklungen in ausgewählten Studentenwerken

In den Studentenwerken sind sogenannte Leistungsvereinbarungen in einer Reihe von Bundesländern (zum Beispiel in Hamburg, Bremen, Nordrhein-Westfalen und Niedersachsen) bereits abgeschlossen worden und zwar lange bevor die Anwendung dieses Instruments der Mittelvergabe für den Hochschulbereich entdeckt wurde.

Die Festbetragsfinanzierung wird meist im Rahmen einer Leistungsvereinbarung nach Indikatoren geleistet. Die Vereinbarung von Leistungen und nicht von Zielen resultiert aus der Mittel-Zweck-Beziehung[37] zwischen den außerwirtschaftlich-exogenen Zielen, den öffentlichen Aufgaben und den für die Studentenwerke abgeleiteten wirtschaftlich-endogenen Zielen. Wie in B.II. beschrieben, werden die wirtschaftlich-endogenen Ziele durch das Erbringen bestimmter Leistungen erfüllt. Die Festlegung von Leistungen eignet sich besser für die indikatorgestützte Mittelvergabe.

Bei der Anwendung von indikatorgestützten Modellen existieren derzeit nur Verteilungsmodelle; allerdings gab es in Baden-Württemberg und Niedersachsen bis vor kurzem noch Preismodelle. Hier soll zukünftig eine Deckelung erfolgen. Indikatoren zur Verteilung der Landeszuschüsse werden außerdem in Nordrhein-Westfalen und Rheinland-Pfalz verwendet.

Als Grundlage erhalten die Studentenwerke im Rahmen der Leistungsvereinbarungen zumeist einen festgelegten Sockelbetrag. Als Indikatoren der Zuschußbemessung werden zum einen Indikatoren – wie beispielsweise die Anzahl der Studierenden oder der ausländischen Studierenden – verwendet, welche insbesondere Auswirkungen auf die Kosten des einzelnen Studentenwerkes haben. Allerdings kann die Entwicklung der Indikatoren durch die Studentenwerke selbst nicht direkt beeinflußt werden, da sich die Studierenden für eine bestimmte Universität oder Fachhochschule und eben nicht für ein Studentenwerk entscheiden. Ähnlich problematisch verhält es sich mit der Fallkostenpauschale im BAföG. Hierbei wird pro zu bearbeitendem BAföG-Antrag eine bestimmte

[36] *Ehrenberg* (2002), S. 584.

[37] *Brede* (2001), S. 19.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Pauschale zugewiesen. Die Kosten der BAföG-Abteilungen sind fast ausschließlich Personalkosten. Bei der Kostenerstattung des Landes nach Anzahl der zu bearbeitenden Fälle unterläge die Personalausstattung der BAföG-Abteilungen theoretisch ständig Schwankungen. Das ist in der Praxis, insbesondere durch das Tarifsystem des Bundes-Angestelltentarifvertrages (BAT), nicht zu handhaben.

Auf der anderen Seite werden Indikatoren verwendet, welche die Inanspruchnahme der Leistungsangebote durch die Studierenden wiederspiegeln, wie die Zahl der an Studierende verkauften Essensportionen oder der Umsatz durch den Verkauf an Studierende. Die Zahl der Portionen als Indikator ist allerdings umstritten, da unabhängig vom Wareneinsatz – also den variablen Kosten – ein bestimmter Zuschuß gewährt wird. Hieraus resultiert dann unter Umständen eine Neigung zum Herstellen von „Billigessen". In jedem Fall ist aber die Verwendung der in ihrer Entwicklung vom Studentenwerk zu beeinflussenden Indikatoren vorzuziehen, da auf diese Weise wirtschaftliches Handeln belohnt wird.

E. Ausblick

Ausgehend vom Ziel des Beitrages, einen kurzen Abriß über die aktuelle Situation und einige Herausforderungen für Studentenwerke in bezug auf deren Leistungsangebot und dessen Finanzierung zu liefern, läßt sich folgendes konstatieren: Die in den Landesstudentenwerksgesetzen vorgegebenen öffentlichen Aufgaben werden durch das angebotene Leistungsspektrum der Studentenwerke unter dem Prinzip der Wirtschaftlichkeit erbracht. Zusätzlich erfüllen die Studentenwerke die den öffentlichen Aufgaben zugrunde liegenden außerwirtschaftlich-exogenen Ziele. Das Erfüllen der außerwirtschaftlich-exogenen Ziele bildet aus wirtschaftspolitischer Sicht die Existenzberechtigung für die Studentenwerke.

Die Studentenwerke finanzieren mit etwa zwei Dritteln den größten Teil ihres Leistungsangebotes durch eigene Einnahmen aus dem Verkauf der Leistungen. Der übrige Teil des Budgets wird aus Semesterbeiträgen der Studierenden sowie aus Zuschüssen der Länder finanziert. Bei der Verteilung der Landeszuschüsse kommen in zunehmendem Maße neue Modelle staatlicher Finanzierung wie die Indikatorsteuerung und Ziel- oder Leistungsvereinbarungen zur Anwendung. Aus Sicht der Studentenwerke ist die indikatorgestützte Mittelvergabe nach dem Preismodell dem Verteilungsmodell vorzuziehen, da beim Preismodell die Planungssicherheit für das einzelne Studentenwerk gewährleistet ist. Als Indikatoren eignen sich outputorientierte Größen, welche durch betriebswirtschaftliches Handeln des Studentenwerks selbst beeinflußt werden können.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Literaturverzeichnis

Beuermann, D. (2001): Die Finanzierung der Studentenwerke – Ein Kapitel für sich. In: Zwischen den Stühlen. Hrsg. v. Studentenwerk Hamburg, S. 54-59.

Brede, H. (2001): Grundzüge der öffentlichen Betriebswirtschaftslehre. München.

Deutsches Studentenwerk (2004): Studentenwerke im Zahlenspiegel 2002/2003. Berlin.

Ehrenberg, C. (2002): Eine Zwischenbilanz. Entwicklung des Haushaltsrechts und der Hochschulleitungsstrukturen. „Forschung und Lehre", S. 583-585.

Eichhorn, P. (1985): Kaufmännische Wirtschaftsführung für staatliche Einrichtungen. In: Kaufmännische Wirtschaftsführung für staatliche Einrichtungen. Hrsg. v. P. Eichhorn. Baden-Baden, S. 21-32.

– (2001): Öffentliche Betriebswirtschaftslehre als eine Spezielle BWL. „Wirtschaftswissenschaftliches Studium" (WiSt), S. 409-416.

– (2004): Management in Nonprofit-Unternehmen am Beispiel von Studentenwerken. Erscheint demnächst.

Engelhardt, G. (1990): Die Instrumentalthese in der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion – Ansätze einer institutionenökonomischen Reinterpretation. In: Instrumentalfunktion öffentlicher Unternehmen. Hrsg. v. T. Thiemeyer. Baden-Baden, S. 17-57.

Erhardt, M. (1985): Studentenwerke: Instrumente staatlicher Sozialpolitik oder autonome Selbsthilfeeinrichtungen? In: Kaufmännische Wirtschaftsführung für staatliche Einrichtungen. Hrsg. v. P. Eichhorn. Baden-Baden, S. 15-20.

Huber, K. (1985): Der Vorrang kaufmännischer Grundsätze für Studentenwerke. In: Kaufmännische Wirtschaftsführung für staatliche Einrichtungen. Hrsg. v. P. Eichhorn. Baden-Baden, S. 53-62.

Igney, H. (1985): Konflikte zwischen Grundsätzen der kaufmännischen Wirtschaftsführung und Vorschriften der Landeshaushaltsordnung. In: Kaufmännische Wirtschaftsführung für staatliche Einrichtungen. Hrsg. v. P. Eichhorn. Baden-Baden, S. 33-42.

Isserstedt, W. u. a. (2004): Die wirtschaftliche und soziale Lage der Studierenden in der Bundesrepublik Deutschland 2003. 17. Sozialerhebung des Deutschen Studentenwerkes. Hrsg. v. BMBF. Berlin.

Leszczensky, M. / *Orr*, D. (2004): Staatliche Hochschulfinanzierung durch indikatorgestützte Mittelverteilung. HIS-Kurzinformation A 2/2004. Hannover.

Müller-Böling, D. (2000): Die entfesselte Hochschule. Gütersloh.

Studentenwerk Hamburg (2004): News. Sonderausgabe 06/2004. Hamburg.

– (Hrsg.) (2001): Zwischen den Stühlen. Hamburg.

Willige, J. / *Weber*, S. (2004): Service- und Beratungsangebote für Studierende. HIS-BUS Kurzbericht, Nr. 8. Hannover.

Ziegele, F. (2000a): Budgetierung. In: Grundbegriffe des Hochschulmanagements. Hrsg. v. A. Hanft. S. 35-42.

– (2000b): Indikatorengestützte Mittelvergabe. In: Grundbegriffe des Hochschulmanagements. Hrsg. v. A. Hanft. S. 195-201.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Autorenverzeichnis

Baule, Rainer, Dr. rer. pol., geb. 1975 in Hildesheim. Studium der Mathematik und Betriebswirtschaftslehre an der Universität Göttingen; Diplom-Mathematiker 2000. Anschließend wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft (IFBG) der Universität Göttingen sowie Geschäftsführer der Deriva GmbH Financial IT and Consulting. Promotion zum Dr. rer. pol. 2004.

Benner, Wolfgang, Prof. Dr., geb. 1940 in Weifenbach (Biedenkopf/Lahn). Nach dem Studium der Wirtschaftspädagogik an den Universitäten Frankfurt am Main und Göttingen wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Bankbetriebslehre und Unternehmungsfinanzierung, dem heutigen Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft der Universität Göttingen; Promotion zum Dr. rer. pol. 1970 und Habilitation 1980 an der Universität Göttingen. Lehrstuhlvertretungen an der Universität München 1982 und der Universität Bamberg 1985/86; Berufung zum Universitätsprofessor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Bankbetriebslehre an der Universität Hamburg 1986; seit 1991 Professor für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre mit den Schwerpunkten Betriebliche Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre an der Universität Göttingen und Geschäftsführender Direktor des Instituts für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft.

Brösel, Gerrit, Dipl.-Kfm. Dr. rer. pol., geb. 1972 in Greifswald. Dort Abitur (1991) sowie Ausbildungen zum Instandhaltungsmechaniker (1988-1991) und zum Bankkaufmann bei der Deutschen Bank AG (1992-1994). Studium der Betriebswirtschaftslehre (1994-1998) und Promotion (2002) an der Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald. Mitarbeiter der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PwC Deutsche Revision AG (1998-2002). Seit 2003 Wissenschaftlicher Assistent (C1) und Habilitand am Fachgebiet Rechnungswesen/Controlling der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Technischen Universität Ilmenau.

Burkhardt, Thomas, Prof. Dr. rer. pol. habil., geb. 1965 in Saarlouis. Studium der Physik und Wirtschaftswissenschaften an der Universität Göttingen, Diplom-Physiker 1990, Diplom-Kaufmann 1992, Promotion summa cum laude 1994, Postdoctoral Fellow bei Prof. Michael Brennan, Ph.D, an der Anderson Graduate School of Management, UCLA, 1994/1995. Wissenschaftlicher Assistent von Karl Lohmann an der TU Bergakademie Freiberg 1995-2001. In 2000 Rufe auf den Lehrstuhl für Banking & Finance der Universität Innsbruck und den Lehrstuhl für Finanzierung, Finanzdienstleistungen und eFinance der Universität Koblenz-Landau, Campus Koblenz. Dort seit 2001 ordentlicher Professor. Beiträge zu den Bereichen Portfoliotheorie, Wertpapiermanagement, Bankgeschäfte, Internetbanking, Finanzdienstleistungen und langfristige Sparplanung.

Dintner, Rolf, Univ.-Prof. Dr. sc. oec., geb. 1944 in Waltershausen (Thüringen). Studium der Ingenieurökonomie Metallhüttenkunde an der Bergakademie Freiberg (1964-1969 mit Abschluß als Dipl.-Ing.oec.), Promotion (1976) und Habilitation (1984) sowie außerordentlicher Dozent (1985-1989) an der Friedrich-Schiller-Universität Jena, Honorardozent an der Ingenieurhochschule Berlin (1989-1990), Vertretungsprofessur für Allgemeine Betriebswirtschaft, insbesondere Rechnungswesen/Control-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ling an der Technischen Universität Ilmenau (1991-1993), seit 1993 Leiter des Fachgebietes Rechnungswesen/Controlling und des Instituts für Betriebswirtschaft der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät an der Technischen Universität Ilmenau.

Ehrhardt, Olaf, PD Dr. rer. pol., geb. 1965 in Gera. Studium der Wirtschaftswissenschaften, Promotion (1996) und Habilitation (2003) an der Humboldt-Universität zu Berlin. Promotionsstipendiat der Friedrich-Naumann-Stiftung (1992-1995), wissenschaftlicher Mitarbeiter und Assistent am Lehrstuhl für Bank-, Börsen- und Versicherungswesen der Humboldt-Universität zu Berlin (1995-2000), später Tätigkeit als Projektleiter bei der Aios Corporate Finance GmbH (2000-2003). Seit 2003 Vertretung des Lehrstuhls für Kapitalmärkte und Corporate Governance der Universität Witten/Herdecke und Privatdozent an der Humboldt-Universität zu Berlin.

Enke, Margit, Prof. Dr. habil. Studium, Promotion und Habilitation an der Handelshochschule Leipzig. Hochschullehrer für Finanzierung und Bankbetriebslehre an der Handelshochschule Leipzig und der Universität Leipzig. Gastprofessuren und Gastvorträge an zahlreichen internationalen Hochschulen und Universitäten, z. B. Innsbruck, London, Moskau, New York und Zürich sowie an verschiedenen Universitäten in Australien und Neuseeland. Seit April 1996 ordentliche Universitäts-Professorin und Inhaberin des Lehrstuhls für Marketing und Internationalen Handel an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg. Verschiedene Publikationen gemeinsam mit Karl Lohmann zu Finanzierungs- und Marketingfragen.

Entrop, Oliver, Dipl.-Math., geb. 1972 in Hildesheim. Studium der Mathematik und Betriebswirtschaftslehre an der Universität Göttingen. Anschließend wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft (IFBG) der Universität Göttingen. Zur Zeit wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für ABWL, Finanzierung und Bankbetriebslehre (LFB) der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Franck, Egon, Prof. Dr., geb. 1961 in Baaßen/Siebenbürgen (Rumänien). Studium der Betriebswirtschaftslehre, Promotion und Habilitation an der Ludwig-Maximilians-Universität München; drei Jahre Industriepraxis; Habilitationsstipendiat der Deutschen Forschungsgemeinschaft; Research Fellow 1993 an der Haas School of Business der Universität von Kalifornien in Berkeley; 1994-2001 Ordinarius für Industriebetriebslehre an der TU Bergakademie Freiberg; weitere Rufe an die Universitäten Duisburg, Graz und Zürich; seit 2001 Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmensführung und -politik und seit 2004 geschäftsführender Direktor des Instituts für Strategie und Unternehmensökonomik an der Universität Zürich; seit 2003 Mitglied der Sächsischen Akademie der Wissenschaften zu Leipzig; mehrere Buchveröffentlichungen und zahlreiche referierte Veröffentlichungen zur Organisationstheorie, Entscheidungstheorie, Kreislaufwirtschaft, Sportökonomik, Humankapitalökonomik und Hochschulökonomik.

Helwing, Bert, Dipl.-Kfm., geb. 1975 in Potsdam. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Potsdam und der University of Southern Denmark. Seit Dezember 2000 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken der Universität Potsdam. Forschungsschwerpunkte sind Private Equity / Venture Capital-Finanzierungen und Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Deutschland.

Hengmith, Lars, Dipl.-Kfm., geb. 1975 in Burgstädt bei Chemnitz. Von 1995 bis 2000 Studium der Betriebswirtschaftslehre an der TU Chemnitz. Von 2000 bis 2003 in Stuttgart als Wirtschaftsprüfer bei der KPMG DTG im Bereich Information Risk Management tätig. Seit April 2003 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für BWL, insb. Finanzwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der TU Dresden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Hering, Thomas, Univ.-Prof. Dr. rer. pol. habil., geb. 1967 in Unna. Studium der Betriebswirtschaftslehre (1991 Dipl.-Kfm.) und Promotion (1994) an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster. Dort wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Industrie- und Krankenhausbetriebslehre. Lehrbeauftragter für Investition und Finanzierung an der Berufsakademie Emsland e. V. in Lingen (Ems). Wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Betriebliche Finanzwirtschaft, insbesondere Unternehmensbewertung, Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald. Dort Habilitation (1999), Privatdozent und Lehrstuhlvertreter für Rechnungswesen und Controlling. Gastprofessor für Finanzwirtschaft an der Universität Joensuu in Nordkarelien (Finnland). Seit Juni 2000 Inhaber des Stiftungslehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Unternehmensgründung und Unternehmensnachfolge, an der Fern-Universität Hagen.

Hofmann, Bernd, Prof. Dr. rer. nat., geb. 1953 in Eibau. Studium in Chemnitz. Zusatzstudien in Warschau und Moskau. Promotion und Habilitation Technische Universität Chemnitz. Ingenieurausbildung an der TH Zittau als Professor für Mathematik. Fellow der Alexander von Humboldt-Stiftung (Krupp-Stipendium). Professor für Mathematik (Analysis) an der TU Chemnitz. Bücher und Artikel zur Mathematik inverser Probleme, Regularisierungstheorie und zu finanzmathematischen Anwendungen.

Holdschick, Marén, Dipl.-Kffr., geb. 1978 in Greifswald. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald. Seit Mai 2003 wissenschaftliche Mitarbeiterin am Stiftungslehrstuhl für „Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Internat. Finanzmanagement / Kapitalmärkte" der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Greifswald.

Hummel, Detlev, Prof. Dr. sc., geb. 1954 in Halle. Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Humboldt-Universität zu Berlin, Bereich Internationale Finanzen. 1980 bis 1990 Mitarbeiter am Institut für Internationale Finanzen unter der Leitung von Prof. Dr. Erwin Rohde. 1990 bis 1995 Privatdozent an der Universität Hohenheim in Stuttgart, Lehrstuhl für Kreditwirtschaft bei Prof. Dr. Johann Heinrich von Stein. Forschungsreisen mit Gastvorlesungen an Universitäten in den USA, Japan, China, Polen und Rußland. Seit 1996 ordentlicher Universitätsprofessor für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam. Forschungsschwerpunkte sind Kapitalmärkte und Bankensysteme im internationalen Vergleich, Internationale Finanzdienstleistungen, Private Equity / Venture Capital-Finanzierungen.

Huschens, Stefan, Prof. Dr. rer. pol. habil., geb. 1951 in Saarbrücken. Studium der Mathematik und Volkswirtschaftslehre an den Universitäten Saarbrücken, Mainz und Heidelberg. Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für international vergleichende Wirtschafts- und Sozialstatistik der Universität Heidelberg; Hochschulassistent und Hochschuldozent am Alfred-Weber-Institut für Sozial- und Staatswissenschaften der Universität Heidelberg; Promotion und Habilitation für Statistik und Volkswirtschaftslehre. Seit 1994 Inhaber des Lehrstuhls für Quantitative Verfahren, insbesondere Statistik an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Technischen Universität Dresden.

Janssen, Friedrich, Dr. rer. pol., geb. 1948 in Essen. Abitur und Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Deutschen Bank AG, Essen. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Göttingen. Wissenschaftlicher Mitarbeiter und geschäftsführender Assistent am Institut für Bankbetriebslehre und Unternehmungsfinanzierung der Universität Göttingen. Promotion 1980 mit dem Thema „Bedeutung und Ausstattung von Wandel- und Optionsanleihen" zum Dr. rer. pol. Seit 1981 Mitarbeiter in verschiedenen Funktionen der E.ON Ruhrgas AG; seit 1995 Mitglied des Vorstandes.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Jungwirth, Carola, Dr., geb. 1966 in Bethel/Gadderbaum. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der LMU München, wissenschaftliche Mitarbeiterin an der TU Bergakademie Freiberg, dort Promotion (1998). Faculty Fellow am Department of Economics, American University, Washington, DC/USA, DFG-gefördert (1999); seit 2001 Oberassistentin an der Universität Zürich, Lehrstuhl für Unternehmensführung und -politik. Juni 2004 Abschluß der Habilitation zu „Portfolio-, Betreuungs- und Syndizierungsstrategien von Venture Capitalisten – Theorie und Evidenz", gefördert durch die Richard-Büchner Stiftung. Referierte Veröffentlichungen zu Anreizeffekten arbeitsrechtlicher Schutzregelungen, in der Teamproduktion und von Humankapitalinvestitionen und zu Strategien der Etablierung von Standards und der Marktpositionierung von Venture Capitalisten.

Keuper, Frank, PD Dr. rer. pol., geb. 1966 in Esslingen. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster (1991-1995). Promotion (1999) und Habilitation (2003) an der Universität Hamburg. Von 2002-2004 Lehrstuhlvertreter für „ABWL, insbesondere Risikomanagement oder Controlling" an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz. Seit 2004 Privatdozent am Institut für Industriebetriebslehre und Organisation des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg. Dozent an der Hamburg School of Business Administration, der Hamburg Media School und der Steinbeis-Hochschule Berlin.

Körnert, Jan, Prof. Dr. rer. pol. habil., geb. 1964 in Leipzig. Übersiedlung nach Kassel (1982); dort Abitur und Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Dresdner Bank. Studium der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre an der Universität Göttingen und der University of Kent at Canterbury (England). Tätigkeiten bei Banken in Deutschland, Wien, New York und Hong Kong. Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft der Universität Göttingen. Wissenschaftlicher Mitarbeiter und Assistent an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der TU Bergakademie Freiberg; dort Promotion (1998) und Habilitation (2003). Seit 2003 Inhaber der Stiftungsprofessur für „Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Internat. Finanzmanagement / Kapitalmärkte" an der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Greifswald.

Locarek-Junge, Hermann, Prof. Dr., geb. 1957 in Augsburg. Dort Abitur und Studium der Betriebswirtschaftslehre mit Schwerpunkt Bank- und Finanzwirtschaft. Trainee bei der Bayr. Hypobank, München, danach wissenschaftlicher Mitarbeiter und Akademischer Rat am Lehrstuhl für Statistik der Universität Augsburg, Promotion (1987). Ab 1991 Professur für Wirtschaftsinformatik, insbes. Betriebliche Kommunikationssysteme an der Universität Essen. Seit 1995 Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der TU Dresden. Seit 2001 Adjunct Professor der Pfeiffer University, Charlotte NC, USA. Herausgeber mehrerer Bücher, etwa 40 Zeitschriftenbeiträge. Vorstand der Gesellschaft für Klassifikation (GfKl), Leitungsgremium der Fachgruppe Informationssysteme in der Finanzwirtschaft der GI, Beirat der Deutschen Gesellschaft für Finanzwirtschaft (DGF), Leiter der Arbeitsgruppe „Finanzierung und Finanzinstitutionen" der Gesellschaft für Operations Research (GOR).

Matschke, Manfred Jürgen, Prof. Dr. rer. pol. habil., geb. 1943 in Zeyersniederskampen. Studium der Volkswirtschaftslehre in Köln 1963-1968; Diplomexamen für Volkswirte 1968; vertieftes Studium der Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Revisions- und Treuhandwesen 1968-1970. Dr. rer. pol. Köln 1973. Habilitationsstipendiat der DFG 1974-1976. Wissenschaftlicher Assistent am Seminar für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Wirtschaftsprüfung der Universität Köln 1976-1977. Habilitation für Betriebswirtschaftslehre Köln 1977. Professor für Betriebswirtschaftslehre an

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Universität-Gesamthochschule Siegen 1977-1982; Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Technischen Universität Clausthal 1982-1995. Seit Oktober 1995 Inhaber des Lehrstuhls für „Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Betriebliche Finanzwirtschaft, insbesondere Unternehmensbewertung" an der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Greifswald.

Meyer zu Selhausen, Hermann, Prof. Dr., geb. 1940 in Bielefeld. Dort Abitur und Ausbildung zum Bankkaufmann. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Ludwig-Maximilians-Universität München. Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Unternehmens- und Verfahrensforschung der Universität München; dort Promotion (1970) und Habilitation (1975). Anschließend Inhaber des Lehrstuhls für Operations Research an der Universität der Bundeswehr München. Seit 1985 Leitung des Seminars für Bankwirtschaft am Department für Betriebswirtschaft der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Reimann, Martin, Dipl.-Kfm., geb. 1978 in Stuttgart. Studium der Betriebswirtschaftslehre an den Universitäten Passau, Berkeley und der Handelshochschule Leipzig (1999-2003). Gastlektor an der California State University Sacramento (2000). Tätigkeiten bei der Linde AG, der DaimlerChrysler AG, der Porsche AG und der Fraunhofer Gesellschaft in Deutschland, USA und China. Seit Juli 2003 Doktorand am Lehrstuhl für Marketing und Internationalen Handel der Technischen Universität Bergakademie Freiberg.

Reus, Peter, Dr., geb. 1954 in Emden. Nach Ausbildung zum Bankkaufmann Studium der Betriebswirtschaftslehre in Emden und Göttingen. Abschluß als Diplom-Kaufmann 1981. Promotion zum Dr. rer. pol. 1987. Seit 1982 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft der Universität Göttingen.

Richter, Matthias, Dr. rer. nat., geb. 1972 in Karl-Marx-Stadt. Studium der Mathematik in Chemnitz, Promotion Technische Universität Chemnitz. Wissenschaftlicher Assistent an der Bauhaus-Universität Weimar. Juniorprofessur Finanzmathematik an der Technischen Universität Chemnitz. Arbeiten zur stochastischen Analysis und zu finanzmathematischen Anwendungen.

Ring, Gerhard, Prof. Dr. iur. habil., geb. 1957 in Pirmasens. Studium der Rechtswissenschaft, Geschichte und Politischen Wissenschaften in Saarbrücken und der Verwaltungswissenschaften in Speyer. Erstes juristisches Staatsexamen 1981. Mag. rer. publ. 1984. Zweites juristisches Staatsexamen und lic. jur. 1985. Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Trier 1985 bis 1988. Dr. iur. 1989 (Universität Trier). Habilitation 1995 (Universität Trier). 1988 bis 1996 in verschiedenen Funktionen im Wissenschaftsministerium des Landes NRW (Ministerialrat a. D.). Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Wirtschaftsrecht an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der TU Bergakademie Freiberg seit 1996. Geschäftsführender Direktor des Instituts für Europäisches Wirtschafts- und Umweltrecht seit 1999.

Rogler, Silvia, Prof. Dr., geb. 1960 in Fulda. Ausbildung zum Bankkaufmann. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Georg-August-Universität Göttingen. Dort Promotion zum Dr. rer. pol. über das Thema „Gewinn- und Verlustrechnung nach dem Umsatzkostenverfahren" sowie Habilitation über das Thema „Risikoanalyse und Risikopolitik in Industriebetrieben". Seit Juni 2000 Ordinarius für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Rechnungswesen und Controlling, an der TU Bergakademie Freiberg.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Rühmann, Peter, Prof. Dr., geb. 1938 in Berlin. Studium der Volkswirtschaftslehre an den Universitäten Kiel, Berlin und München (1958-1962). Diplomexamen (1962) und Promotion (1965) in Kiel. Wissenschaftlicher Angestellter am Institut für Weltwirtschaft in Kiel, später Assistent an der Universität Göttingen. Habilitation über ein geldtheoretisches Thema (1978), Ernennung zum Professor in Göttingen (1978). Lehrstuhlvertretungen an den Universitäten Frankfurt a. M. (1979-1980) und Konstanz (1989). Seit Oktober 2003 im Ruhestand. Veröffentlichungen zur Arbeitsmarktökonomik, Geldtheorie sowie zur Mikroökonomik.

Schwetzler, Bernhard, Prof. Dr. rer. pol. habil., geb. 1958 in München. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Regensburg. Mitarbeiter am Lehrstuhl für Investition Finanzierung und Banken an der Universität Regensburg, dort 1989 Promotion und 1995 Habilitation. Seit 1995 Inhaber des Lehrstuhls Finanzmanagement und Banken an der HHL Leipzig Graduate School of Management. Forschungsaufenthalte an der Krannert School of Management, Purdue University und am INSEAD, Fontainebleau. Lehraufenthalte an der EADA Barcelona, der European Business School, der Universität Eichstätt/Ingolstadt und an der Waikato School of Management, Hamilton NZ.

Straßner, Robert, Dipl.-Wirt.-Ing. Dipl.-Kfm., geb. 1971 in Krefeld. Studium des Wirtschaftsingenieurwesens und der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Siegen. Anschließend wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Siegen und der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf. Seit 2003 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Stiftungslehrstuhl für „Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Internat. Finanzmanagement / Kapitalmärkte" an der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Greifswald.

Thießen, Friedrich, Prof. Dr. rer. pol., geb. 1957 in Bonn. Studium in Köln, Frankfurt und den USA. Promotion Universität Köln. Habilitation Universität Frankfurt. Stipendien des DAAD und des Institute for Humane Studies in Washington. Shell AG, Hamburg, und Hoechst AG, Frankfurt. Professor für Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre. Bücher und Beiträge zum Internationalen Finanzsystem, Internetbanking, Risikokapital. Direktor des Rhein-Main-Instituts, Darmstadt.

Walther, Ursula, Dr., geb. 1969 in München. Dort Abitur 1988. Studium der Mathematik an der Universität Bonn, Diplom 1994. Promotion zur Dr. rer. nat. an der Universität Gießen 1998. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Bonn und der FernUniversität Hagen, Diplom 2000. Tätigkeiten als Portfoliomanagerin bei der Allianz Asset Management GmbH, München (1998-2000) und als Leiterin des Asset & Liability Managements bei der Envia Energie Sachsen Brandenburg AG, Chemnitz (2000-2001). Danach Assistentin am Lehrstuhl für Investition, Finanzierung und Bankbetriebslehre der TU Bergakademie Freiberg. Seit 2003 Juniorprofessorin für Finanzdienstleistungsmanagement (im Vorgriff) an der TU Bergakademie Freiberg.

Wilkens, Marco, Prof. Dr. rer. pol., geb. 1961 in Hamburg. Nach Bankausbildung und ca. zweijähriger Berufstätigkeit bei der Hamburger Sparkasse Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Hochschule für Wirtschaft und Politik und anschließend an der Universität Hamburg. Danach wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bank- und Versicherungsbetriebslehre in Hamburg sowie im Anschluß wissenschaftlicher Assistent am Institut für Betriebswirtschaftliche Geldwirtschaft (IFBG) der Universität Göttingen. Inzwischen Inhaber des Lehrstuhls für ABWL, Finanzierung und Bankbetriebslehre (LFB) an der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Witt, Cirsten, Dipl.-Kffr., geb. 1974 in Greifswald. Ausbildung zur Bankkauffrau. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Seit Oktober 2001 wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Betriebliche Finanzwirtschaft, insbesondere Unternehmensbewertung der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Universität Greifswald.

Wolf, Cornelia, Dr. rer. pol., geb. 1970 in Freiberg. Ausbildung zum Metallurgen für Hüttentechnik mit Abitur in Freiberg. Studium der Betriebswirtschaftslehre an der TU Bergakademie Freiberg. Wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Marketing und internationalen Handel der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der TU Bergakademie Freiberg; dort Promotion (2002). Seit 2003 Geschäftsführerin des Studentenwerkes Greifswald (Anstalt des öffentlichen Rechts).

Wunderlich, Ralf, Prof. Dr. rer. nat., geb. 1963 in Plauen. Studium der Mathematik in Chemnitz, Promotion und Habilitation Technische Universität Chemnitz. Vertretung einer Professur für Stochastik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg. Professor für Mathematik an der Westsächsischen Hochschule Zwickau. Arbeiten zur Stochastik und zu finanzmathematischen Anwendungen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Programm und Teilnehmer des Symposiums

Zu Ehren von Professor Dr. Karl Lohmann und zu seiner Verabschiedung in den Ruhestand fand am Donnerstag, dem 14. Oktober 2004, ein Symposium an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg (Sachsen) statt, das inhaltlich weitgehend von seinen „Nachkommen" getragen wurde. Nachfolgend sind das Programm und eine Liste der Teilnehmer des Symposiums abgedruckt, wobei wir von den rund 200 Teilnehmern des Symposiums hier leider nur diejenigen Teilnehmer berücksichtigen konnten, die ihren Namen in den ausliegenden Listen vermerkten. Bei der Vorbereitung und der Durchführung des Symposiums erhielten wir wertvolle und unverzichtbare Unterstützung von den Freiberger Mitarbeitern Dipl.-Kfm. *Andreas Knabe*, MSc, und *Annette Bernhardt*. Hierfür danken wir beiden sehr.

Programm

Begrüßung
Prof. Dr. *Helmuth Albrecht* (Dekan der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften)
Juniorprof. Dr. *Ursula Walther* (TU Bergakademie Freiberg)

The Economics of Copper Mining
Prof. Dr. *Thomas Burkhardt* (Universität Koblenz-Landau)

Hydrological Data Assimilation and Parameter Optimization in Numerical Weather Prediction Models
Dr. *Dag Lohmann* (NOAA/NCEP/EMC – UCAR, Camp Springs, USA)

Präsentation des Sammelbandes „Risikomanagement aus Bankenperspektive – Grundlagen, mathematische Konzepte und Anwendungsfelder"
Juniorprof. Dr. *Ursula Walther* (TU Bergakademie Freiberg)

Klimadynamik: Modelle, Beobachtungen und Proxydaten
Prof. Dr. *Gerrit Lohmann* (Universität Bremen und Alfred-Wegener-Institut für Polar- und Meeresforschung, Bremerhaven)

Stakeholder Scorecard oder Balanced Scorecard für öffentliche Unternehmen – dargestellt am Beispiel von Studentenwerken
Prof. Dr. *Jan Körnert* (Universität Greifswald)
Dr. *Cornelia Wolf* (Studentenwerk Greifswald)

Elf Jahre finanzwirtschaftliche Forschung und Lehre in Freiberg – Entscheidungen, Ergebnisse und Erfahrungen
Prof. Dr. *Karl Lohmann* (TU Bergakademie Freiberg)

Fackelzug von der Alten Mensa zum Brauhof

Empfang im Brauhof

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Teilnehmer

Albrecht, Helmuth
Arnold, Brit
Bähr, Anja
Bartz, Stefan
Baudisch, Dirk
Baumgart, Christian
Becker, J.
Benner, Rosi
Benner, Wolfgang
Bernhardt, Annette
Berrios Amador, Maja
Beyerle, Konrad
Bongaerts, Jan-C.
Borgmann, Eberhard
Borgmann-Back, Susanne
Bräunig, Manuela
Brezinski, Horst
Brose-Eiermann, Elly
Brösel, Gerrit
Bührig, Ingrid
Burkhardt, Judit
Burkhardt, Thomas
Bußhoff, Yvonne
Dempe, Stefan
Denks, Bärbel
Dietze, Gerlinde
Dirlich, Stefan
Eberlein, Jana
Eberlein, Jens
Ehrhardt, Olaf
Eiermann, Michael
Eigenfeld, Klaus
Enke, Margit
Fischer, Stephan
Franck, Egon
Fritsch, Michael
Geigenmüller, Anja
Gerhardy, Alexandra
Godau, Hans-J.
Gold, Christoph
Grabbert, Gert
Grigoleit, Jens
Hachenberger, Jan
Hagn, Walter
Hänsel, Stephanie
Hegewald, Evelyn
Hellweg-Schlömann, Elke
Henning, Tobias
Herlen, Anne
Hermann, Friedrich
Holdschick, Marén
Huschens, Stefan
Jacob, Dieter
Janssen, Eva
Janssen, Friedrich
Jungwirth, Carola
Kaden, Daniel
Kausch, Peter
Klaproth, Anne
Klaproth, Thomas
Klingelhöfer, Thomas
Klossek, Andreas
Knabe, Andreas
Kölbel, Andrea
Körnert, Jan
Kühl, Hennry
Kulikov, Andrej
Lemke, Ronald
Li, Jiang
Liu, Jiangxue
Locarek-Junge, Hermann
Lohmann, Dag
Lohmann, Gerrit
Lohmann, Karl
Lohmann, Wiebke
Makus, Klaus
Matschke, Manfred Jürgen
Matschullat, Jörg
Mehnert, Ursula
Miniuk, Olia
Möller, Hans-Joachim
Moser, Daphne

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Müller-Bungart, Michael
Näther, Wolfgang
Nippa, Michael
Nötzold, Kerstin
Opitz, Christian
Oriwol, Diethard
Oriwol, Edith
Ossenkopf, Birgit
Otto, Manja
Planer-Friedrich, Britta
Pleßow, Alexander
Pohl, Norman
Pohl, Ulrike
Polanski, Katja
Pönitz, Eberhard
Quintern, Wolfgang
Raatz, Simone
Rehkopf, Andreas
Reimann, Martin
Reiß, Sebastian
Reissig, Michael
Reus, Peter
Ring, Gerhard
Rogler, Silvia
Rossaro, Fabiana
Rückwerth-Makus, Ingrid
Rühmann, Peter
Saupe, Simone
Schäfer, Klaus
Schilder, Dirk
Schlömann, Michael
Schmidt, Reinhard
Schreiber, Katrin
Schrumpf, Ingrid
Schulte-Wiese, Hartmut
Schulz, Harald
Schulz, Ingrid
Schumann, Thomas
Schur, Raimund
Schütt, Ute
Schwarz, Volker
Schwinn, Rolf
Seidelmann, Peter
Semen, Manuel-Viorel
Simmons, Christopher
Simon, Norbert
Simon, Regine
Simonova, Tatjana
Sitz, Christian
Staudte, Franziska
Stoyan, Dietrich
Stoyan, Helga
Straßner, Robert
Stuhr, Constanze
Thiele, Oliver
Thießen, Friedrich
Timmel, Thomas
Trillhose, Andreas
Viehweg, Gabriele
von Pape, Bodo
von Pape, Gabriele
Walther, Ursula
Wegert, Elias
Wehr, Harald
Weinhold, Diana
Weiß, Brigitta
Werzner, Lysann
Weyrich, Frauke
Winkelmann, Hans-Christian
Winter, Christoph
Wolf, Cornelia
Wolf, Rainer
Würker, Silvia

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Stichwortverzeichnis

Abwertungsrücklage 361-363
Adverse Selektion 87, 159, 165, 381, 385-388
Agency-Theorie 87, 158 f.
Allfinanz 413-418, 420-423, 426
Allfinanzkooperation 415, 421, 423-426, 432-435
Anlageberatung 123, 128, 441, 445, 461, 464
Anlageentscheidung 29 f., 33, 68, 75, 123, 130, 415, 475
Anlagestrategie 29-33, 123, 126, 129, 149 f.
Anlageuniversum 30-33
Anreiz- und Vergütungssysteme 57, 60
Approximationsfehler 288, 292
Arbitrage 112
Assetkorrelationen 178-187
Aufklärung 128-130, 451 f.
Aufwertungsrücklage 356-359
Ausfallkorrelationen 178-181, 183, 186 f., 280 f., 285-288, 290 f., 293, 295
Ausfallrisikomaße 127 f., 140-142, 146 f., 150
Ausfallwahrscheinlichkeit [π] 140, 146-149, 151, 178 f., 183, 185 f., 280, 282 f., 288-291
Auskünfte 128

Bankbewertung 391
Bankcontrolling 391 f., 394-401, 405, 410-412
Basel II 157, 187
Basisindikatoransatz 235, 245
Bemessungsansatz, interner 244 f.
Beratung 124, 128, 308, 441-467
Beratung, anleger- und anlagegerechte 450 f., 467
Beratungsbegriff 442, 467
Beratungssoftware 461, 463-465, 467
Beteiligungsfinanzierung 157, 159-161, 163, 167, 173
Beteiligungsquote, minimale 249, 252, 258 f., 261-265, 268
Bewertungsmodell (für KBG) 168, 170-172
Bewertungssystematik, risikoneutrale 471, 491, 496
Bewertungstheorie 105-110, 113, 117, 119
Binomialmodell 471, 474, 477, 479 f., 484 f., 487-489, 491, 493, 495
Black/Scholes-Modell 471, 478, 489, 491, 493
Brownsche Bewegung 36, 130, 137, 150, 177, 186 f., 471, 478, 481 f., 489, 492, 494
Brownsche Preisdynamik, geometrische 35 f., 46
Brownscher Prozeß 33 f., 40

CAPM 106, 111, 115 f., 155, 402, 483
Cash Flow Return on Investment (CFROI) 189, 193
Convertable Security 89
Cost Average-Strategie 123-125, 128, 151
Cost Averaging 29-31, 34 f., 38, 46 f.
Cost Averaging-Effekt 32

Dekonstruktion 298
Derivatebewertung 472, 475, 486
Dichtefunktion [Φ] 180-182, 184
Dienstleistung 13 f., 16, 18-26

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Dienstleistungsproduktion 11, 19, 24, 26
Discounted Cash Flow 106, 111, 114-117, 202, 353 f., 365, 392-394, 410
Divergenz 15
Dollar-Averaging 30, 34
Durchschnittskosteneffekt 32

Economic Value Added (EVA) 106, 189, 190
Ein-Faktormodell 182-185, 187
Einkommensrisiko 379-381, 383, 386
Einmalanlage 33-37, 39, 42-46, 125 f., 132, 138-141, 143, 146-148, 150 f.
Entscheidungstheorie 79 f.
Entscheidungswert 109, 249, 253 f., 261
Ertragscharakteristika 29, 33
Ertragswert 108 f., 113-115, 117, 202
Existenzbedingungen 220, 222, 225 f.
Expected Loss 140 f., 146 f., 244
Externe Rechnungslegung 196
Externer Faktor 20-23, 227

Fair Value 200, 349-377
Fernabsatzrecht 321, 325, 343
Fernabsatzvertrag 326, 328, 330-332, 338
Fertigungstechnologie 57, 60
Finanzberatung 441 f., 444-451, 453 f., 457-459, 461-463, 467
Finanzdienstleistung 14, 17, 24, 29, 307, 310, 314, 321-342, 413-418, 425, 428, 434
Finanzdienstleistungsunternehmen 349 f., 372, 375 f.
Finanzerziehung 462, 466 f.
Finanzintermediär 100, 124, 129, 149, 161, 216, 413 f., 417 f., 422-425, 428 f., 434
Finanzinvestitionen 202, 351-353, 359
Flexibilität 303, 306
Förderung, direkte und indirekte 502, 504
Forschung und Entwicklung (F&E) 54, 59
Freizügigkeit der Arbeitnehmer 385
Fristentransformation 215, 391, 393 f., 397 f., 404-407, 409-411

Geschäftspolitischer Bereich (GPB) 208, 216-220, 227
Gleichgewicht, finanzielles 209, 222 f.

Halbleiterbranche 50
Harmonisches Mittel 131, 134, 137
High-Tech 96-98, 100 f.

Indikatorgesteuerte Mittelvergabe 507-511
Industrialisierung 299
Informations- und Sanktionsfunktion der Finanzmärkte 387 f.
Informationsgleichgewicht 130
Informationspflichten 325 f., 329, 335 f., 340-342, 451
Institutionenökonomik 157 f.
Interaktionsparadigma 22-26
Interessenabweichung 91 f.
Investor Relations 65 f., 70 f., 75 f., 81 f.
Investorenverhalten 65-67

Kapitalbeteiligungsgesellschaften (KBG) 155 f., 160-169, 173
Kaufverhaltenstheorie der Konsumenten 81
Kernkompetenzen 298 f., 301-307, 309, 311, 314 f., 505
Konvergenz 11-22, 26
Korrelationskoeffizient [ρ] 178-186
Kreditausfallprozeß 276 f., 297-281, 288, 290
Kreditausfallverteilung 293
Kreditfabrik 309, 312
Kreditinstitut 171, 207 f., 210-221, 224-227, 238, 253-255, 257, 267, 310, 321, 349 f., 373 f.
Kreditportfoliomodelle 177 f., 186
Kreditportfoliorisikomodell (KPRM) 273-276, 280-282, 285-296
Kreditrisiko 177, 233, 236-238
Kreditrisikomodelle 177-179
Kundenberatung 298, 441

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Landeszuschuß 506, 509-511
Lebensstandard-Versicherung 379 f.
Leistungsdualismus 224
Leistungsflußorientierung 207, 217
Leistungsvereinbarung 501, 507, 510 f.
Liquiditätsmäßig-finanzieller Bereich (LFB) 208, 216-227
Lognormalverteilung 38-40, 42, 44, 46, 471, 478-481, 494, 496
Low-Tech 96, 98-100

Magisches Dreieck 222, 226
Makromärkte 379-382, 385 f., 389
Managementdualität 49, 156, 168 f.
Marktzinsmethode 106, 395, 400
Mass Customization 16, 22
Minderheiten 200
Modellrisiko 273-276, 295, 296
Monte-Carlo-Simulation 142, 146, 292, 294
Moral Hazard 161-163, 166 f., 381, 385 f., 388, 446

Netzwerk 299, 301-308, 311-313, 315 f.
Netzwerkfähigkeit 314 f.
Neubewertungsrücklage 356, 359, 363, 366, 373 f., 376
Normalcopula 180 f.

Öffentliche Aufgabe 501-504, 510 f.
Operational Value-at-Risk 238, 242
Operationelles Risiko 224, 233-240, 242, 244-247, 306
Optimale Anlageentscheidung 29, 130, 415
Optionen 471 f., 484-486, 489, 491-493, 495 f., 498
Outsourcing 301
Overconfidence 92, 94

Portfolioselektionsstrategie 30
Präferenzfunktionen 36, 46
Preis- und Produktwettbewerb 50
Prinzipal Agent-Theorie siehe Agency-Theorie
Produktionsfaktor 20 f., 207-209, 213 f., 223
Prognosefehler 274-278, 282, 287-291, 295 f.

Qualität 304 f., 307
Qualitätsmerkmale 168, 305, 441 f., 449-451, 453, 462, 467

Random Walk 130, 137
Rentenrate 32, 38 f.
Retail-Banking 297-302, 304, 306 f., 309, 311, 313 f., 316
Return on Investment 127
Risikocharakteristika 29, 33
Risikofaktor 179, 182, 184 f., 242-246, 277-279, 281, 287 f., 292 f.
Risikoprämien 471 f., 475, 481, 483 f., 493-496
Risk-Return-Maße 127

Sachleistung 11, 13, 18-24, 26, 209
Sachleistungsproduktion 26
Schlichtungsstellenverfahren 339
Schuldendeckungsfähigkeit 220, 222, 225
Scorecard-Ansatz 242-244
Self Selection 88 f.
Sparpläne 29, 30, 34, 40, 124-126, 130-135, 137-139, 142-146, 149-151
Standardansatz 235, 245 f.
Standardisierung (von Finanzberatung) 462-464
Stimulus-Organismus-Reaktions-Modell 66, 69, 75
Stochastische Dominanz 30, 36 f., 39-42, 44-47
Stochastische Preisentwicklung 137
Strategische Allianz 415, 419-423, 428 f., 432-434
Studentenwerk 501-511
Systembereichsorientierung 208, 216 f., 227
Systeme 11-13, 214, 304, 314, 413, 416

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tail Conditional Expectation 141, 146
Technisch-organisatorischer Bereich (TOB) 208, 216-220, 223-227
Technologie- und Know-how-Erwerb 56, 60
Theorie der Organisationskultur 81
Tobins Q 52 f.
Trade-offs bei der Strategiewahl 95
Transaktionskosten 297 f.
Treasury-Ergebnis 397-399, 406

Unendlichkeitsparadox 114 f.
Unternehmensbewertung 115, 202, 391-395, 398-400, 407, 410
Unternehmensbewertung, funktionale 249, 253
Unternehmensführung 11-13, 22 f., 26, 70 f., 189, 194, 207, 220, 226, 392, 413-415, 418, 425, 434
Unterschiede, kulturelle 65 f., 75-81

Value at Risk 127, 140 f., 146 f., 218, 238, 240-242, 275 f., 496
Variable, lognormalverteilte 39 f., 46, 496
Venture Capital 87-101, 155, 157, 170-172
Verbraucherschutz 29, 321 f., 466
Vereinigung von Sparkassen 249-252, 258 f., 265-268
Verhaltenswissenschaftliche Finanztheorie (Behavioral Finance) 66, 81
Verlustverteilungsansatz 237, 244

Welten, bewertungsrelevante risikoneutrale 475 f., 479-481, 484, 491, 493 f., 496
Welten, real-risikoneutrale 472, 475 f., 479-481, 483 f., 486, 492-494, 496
Welten, risikoneutrale 471 f., 475 f., 479, 484, 491
Wertänderungen 350-352, 354, 359, 361, 365 f., 371-374, 399
Wertpapiermanagement 29, 415
Wertschöpfungstiefe 299 f.
Widerrufsrecht 323, 325, 328-332, 335, 339-342

Zahlungsfähigkeit 220, 222, 225
Zeitbewertung 366
Zeitwertgewinne 355-360, 362-364, 366, 368-373, 376
Zeitwertverluste 360-364, 366, 369 f., 372, 376
ZGPM 112
Zielsystem von Kommunen 258
Zielvereinbarung 505, 507, 509 f.
Zielvorstellungen 30, 33, 36, 433
Zinsänderungsrisiko 391, 394, 406 f., 409

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-51527-1
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-12-19 09:43:16
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH