

## **Intermediationstheorie der Vermögensverwaltung**

Verstärkte Kundenbindung durch Berücksichtigung  
individueller Transaktionskosten

Markus Spiwoks

# **Intermediationstheorie der Vermögensverwaltung**

Verstärkte Kundenbindung durch Berücksichtigung  
individueller Transaktionskosten

Markus Spiwoks

Sofia-Diskussionsbeiträge  
zur Institutionenanalyse  
Nr. 98-4, 2. überarb. Auflage

ISSN 1437-126X

ISBN 3-933795-05-2

Markus Spiwoks: Intermediationstheorie der Vermögensverwaltung, Verstärkte Kundenbindung durch Berücksichtigung individueller Transaktionskosten, 2. überarb. Auflage, Sofia-Diskussionsbeiträge Nr. 98-4, Darmstadt: Sonderforschungsgruppe Institutionenanalyse, 1998.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1 Einführung</b>	<b>2</b>
<b>2 Theorie der Finanzintermediation</b>	<b>5</b>
2.1 Funktion der Finanzintermediation	5
2.2 Primäre und sekundäre Finanzintermediation	8
<b>3 Transaktionskosten sind teilweise nicht quantifizierbar, spontan variabel sowie personen- und kontextgebunden</b>	<b>9</b>
<b>4 Vermögensverwaltung in intermediationstheoretischer Sicht</b>	<b>12</b>
4.1 Die Dienstleistungspalette von Vermögensverwaltungsgesellschaften	12
4.2 Erzielung eines Mehrwertes für den Kunden als Schlüsselgröße im Wettbewerb	14
4.3 Versprechen einer systematischen Überperformance als zweifelhafte Wettbewerbsanstrengung	16
4.4 Ein Beispiel für einen Aufgabenbereich der Vermögensverwaltung, der für Intermediationsleistungen gut geeignet ist: Steueroptimierung des Wertpapierportfolios	18
4.5 Individuelle Kundenbetreuung muß über die Depotgestaltung hinausgehen	21
<b>5 Zusammenfassung</b>	<b>23</b>
<b>6 Literaturverzeichnis</b>	<b>24</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ersparnis an Transaktionskosten und idealtypische Aufteilung zwischen Intermediär und Kunden	15
Abbildung 2: Edgeworth-Box mit beiderseitigem Nutzenzugewinn im Fall A und nur einseitigem Nutzenzugewinn im Fall B	16

# 1

## Einführung

Das Vermögensverwaltungsgeschäft ist eines der ertragstärksten und am schnellsten wachsenden Geschäftszweige der Finanzdienstleistungsbranche.<sup>1</sup> Unter dem Eindruck der vergangenen Jahre, in denen der US-amerikanische sowie die europäischen Aktienmärkte aufsehenerregende Performances von bis zu 50% per anno auswiesen, stieg das Kundeninteresse an einem professionellen Portfoliomanagement stetig an. Noch stärker als das Kundeninteresse nahmen allerdings die Bemühungen der Vermögensverwalter zu, ihren Marktanteil an diesem attraktiven Geschäftsfeld auszubauen. Außerdem kamen ständig neue Anbieter hinzu. Inzwischen gibt es weit mehr als 7000 Vermögensverwalter und vergleichbare Finanzdienstleister in Deutschland.<sup>2</sup> Folglich ist der Wettbewerb um die vermögende Privatkundschaft in den letzten Jahren stark angestiegen.<sup>3</sup>

Die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hatte bereits in ihrem jüngsten Jahresbericht vor einer Blasenbildung an den Aktienmärkten gewarnt.<sup>4</sup> Die plötzliche und durchgreifende Korrektur der überschwenglichen Haussestimmung, die zur Jahresmitte 1998 einsetzte, könnte Auftakt für eine lange Dürreperiode an den Aktienbörsen sein, ganz so wie es seit 1997 in Südostasien oder seit beinahe zehn Jahren in Japan zu beobachten ist. Im Zuge einer solchen Entwicklung würden die Zuwächse an zu verwaltenden Vermögen deutlich zurückgehen. Spätestens dann dürfte aufgrund bereits heute bestehender Überkapazitäten ein harter Verdrängungswettbewerb zwischen Vermögensverwaltern einsetzen. Es stellt sich daher die Frage, mit welchen Ansätzen eine solche Wettbewerbsverschärfung erfolgreich bewältigt werden kann.

Derzeit besteht die zentrale Wettbewerbsanstrengung beinahe aller Vermögensverwaltungsgesellschaften darin, dem Kunden die Erzielung eines überdurchschnittlichen Anlageerfolges zuzusichern. Die Fähigkeit, künftige Marktentwicklungen so gut zu prognostizieren, daß eine Mehrzahl von „Wetten gegen den Markt“ gewonnen werden können, ist allerdings eine Grundvor-

<sup>1</sup> Vgl.: Aichinger, Christian (1995), S. 100; Schwaiger, Anton (1995), Sp. 1891; Czepliwicz, Methew; Zanchi, Marco (1997), S. 27; Feislachen, Heinz-Egon (1997), S. 19; o.V. (1997a), S. 9; o.V. (1997b), S. 32.

<sup>2</sup> Vgl.: Hönsch, Christiane (1998), S. 76.

<sup>3</sup> Vgl.: Brandenberger, Susanne (1995), S. 2; Aichinger, Christian (1995), S. 101.

<sup>4</sup> Bank für internationalen Zahlungsausgleich (1998); o.V. (1998d), S. 25.

aussetzung für die Erzielung eines überdurchschnittlichen Anlageergebnisses. Eine Reihe von Untersuchungen nähren jedoch Zweifel, ob mit den heute existierenden Prognoseverfahren die erforderliche Prognosegüte erreicht werden kann. Daraus resultiert ein erhebliches Enttäuschungspotential. Denn sobald sich herauskristallisiert, daß der Vermögensverwalter sein selbstgestecktes Ziel (systematische Überperformance) nicht erreicht und damit die Erhebung einer Managementfee nicht rechtfertigt, zieht der Kunde häufig die Konsequenzen und wendet sich einem anderen Vermögensverwalter zu oder verzichtet ganz auf professionelle Unterstützung. Eine im Vergleich zu anderen Dienstleistungsbereichen sehr schwache Kundenbindung ist daher für die gesamte Vermögensverwaltungsbranche kennzeichnend.

In einem Wachstumsmarkt, der darüber hinaus bezüglich des Leistungsvermögens der Anbieter äußerst intransparent ist,<sup>5</sup> erscheint dies für den einzelnen Vermögensverwalter noch hinnehmbar. Denn Kundenabgänge können in der Regel durch Neukundenakquisitionen kompensiert werden. Um jedoch auch in einem Verdrängungswettbewerb bestehen zu können, muß der Stärkung der Kundenbindung eine zentrale Rolle zugeschrieben werden.

Diesem Aspekt widmet sich der vorliegende Aufsatz. Es wird ein intermediationstheoretisches Instrumentarium entwickelt, um zu untersuchen, mit welchen Dienstleistungsangeboten ein Vermögensverwalter zu einer dauerhaften Kundenbindung beitragen kann. Dabei werden im einzelnen folgende Überlegungen angestellt:

Der Sinn der Intermediationstätigkeit eines Vermögensverwalters besteht darin, durch die Ausnutzung von Spezialisierungsvorteilen für den Kunden Transaktionskostensparnisse zu erzielen. Der Kunde wird jedoch die Intermediationstätigkeit nur in Anspruch nehmen, sofern die Kosten dieser Dienstleistung von den erzielten Transaktionskostensparnissen erkennbar überkompensiert werden, also ein Mehrwert erreicht wird. Die Erzielung eines Mehrwertes kann dementsprechend als notwendige Bedingung für die Dauerhaftigkeit der Kundenbindung angesehen werden.

Um zu prüfen, unter welchen Umständen welche Dienstleistungsangebote eines Vermögensverwalters diese notwendige Bedingung erfüllen, ist es erforderlich, einige Vorarbeiten zu leisten: In Abschnitt 2 wird ein kurzer Überblick

<sup>5</sup> Ob ein Vermögensverwalter wirklich in der Lage ist, überdurchschnittlich gute Performances zu erzielen, erfährt der Kunde in der Regel erst, wenn er einige Jahre die Dienstleistung des betreffenden Verwalters in Anspruch genommen hat. Im Vorfeld jedoch läßt sich schwer prüfen, ob etwaig vorgewiesene Track Records tatsächlich erzielt worden sind oder nur auf dem Papier stehen. Dies gilt im übrigen auch, wenn der Verwalter von unabhängigen Performancemessungsgesellschaften testierte Track Records vorlegt.

über die (transaktionskostenorientierte) Intermediationstheorie<sup>6</sup> gegeben, um insbesondere zu zeigen, wie Intermediäre Transaktionskostensparnisse erreichen können. In Abschnitt 3 werden einige bisher in der Literatur weitgehend vernachlässigte Charakteristika von Transaktionskosten herausgearbeitet, die zu berücksichtigen sind, wenn der Vermögensverwalter systematisch auf eine Mehrwerterzielung hinarbeiten will.

In Abschnitt 4 werden diese Vorüberlegungen auf die Vermögensverwaltungsbranche hin zugespitzt. Zunächst wird kurz dargestellt, welche Einzelleistungen Bestandteil des modernen Vermögensverwaltungsgeschäftes sein können. Dann wird mit Hilfe des zuvor entwickelten Instrumentariums gezeigt, daß das Versprechen eines Vermögensverwalters, mit Hilfe einer aktiven Portfoliomanagementstrategie systematische Überrenditen zu erzielen, möglicherweise zu einer zwangsläufigen Zerrüttung der Kundenbeziehung führt. Im Gegensatz dazu wird als Beispiel für eine Leistung, die offensichtlich sehr gut geeignet ist, einen Mehrwert für den Kunden zu erwirtschaften, die Steueroptimierung des Wertpapierbestandes hervorgehoben.

Am Ende wird deutlich, daß eine im wohlverstandenen Sinne individuelle Kundenbetreuung zu einer dauerhaften Kundenbindung beitragen kann. Dabei kommt es darauf an, die individuelle Transaktionskostenstruktur des Verwaltungskunden zu erfassen und adäquat darauf einzugehen. Das Aufbringen exotischer Einzeltitel, die den Kunden angeblich maßgeschneidert ins Depot gemischt werden, sollte dagegen nicht länger als individuelle Kundenbetreuung mißverstanden werden.

<sup>6</sup> Als Ursachen für die Entstehung von Finanzintermediären werden von Gerke und Pfeufer positive Transaktionskosten sowie asymmetrische Informationen herausgestellt. Es ist jedoch möglich, asymmetrische Informationen als ein Teilproblem von positiven Transaktionskosten zu deuten. Dementsprechend wird im folgenden die Theorie der Finanzintermediation insbesondere vor dem Hintergrund positiver Transaktionskosten diskutiert. Vgl.: Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995), Sp. 728-732.

## 2 Theorie der Finanzintermediation

### 2.1 Funktion der Finanzintermediation

*Intermediär* ist der lateinischen Sprache entliehen und hat ursprünglich die Bedeutung *in der Mitte liegend, dazwischen befindlich, ein Zwischenglied bildend*.<sup>7</sup> Im weitesten Sinne muß somit ein Intermediär als ein Zwischenglied zwischen Transaktionspartnern verstanden werden. Eine Einlagen- und Kreditbank läßt sich beispielsweise als Bindeglied zwischen Kapitalanbietern und Kapitalnachfragern deuten. Da es sich um ein Beispiel aus dem Finanzsektor handelt, spricht man von einem Finanzintermediär.

Das neoklassische Postulat der Nichtexistenz von Transaktionskosten zieht unweigerlich die Annahme vollkommener Markttransparenz sowie des Ausbleibens jeglicher Friktionen bei Vertragsverhandlungen, -abschluß und -durchsetzung nach sich. Vor allem in dieser Hinsicht beschreibt die Neoklassik unsere Lebenswirklichkeit verfälschend.<sup>8</sup> Tatsächlich haben wir es mit erheblichen Transaktionskosten in allen denkbaren Lebensbereichen zu tun. Die ökonomische Bedeutung von Intermediären besteht in der Verminderung von Transaktionskosten durch die Nutzung von Spezialisierungsvorteilen.

Insbesondere führen Intermediationsleistungen zu einer Verringerung der Kosten der Marktbenutzung (Such-, Informations- und Anbahnungskosten), der Kosten des Abschlusses von Verträgen (Verhandlungs- und Entscheidungskosten) sowie der Kosten der Überwachung und Durchsetzung von Verträgen (Überwachungs- und Durchsetzungskosten).<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Vgl.: Drosdowski, Günther u.a. (Hrsg.) (1982), S. 352.

<sup>8</sup> Betge, Peter (1996), S. 12; Walz, Hartmut (1991), S. 23-31.

<sup>9</sup> Richter und Furubotn unterscheiden drei Grundtypen von Transaktionskosten: Politische Transaktionskosten, Unternehmenstransaktionskosten und Markttransaktionskosten. Die beiden zuerst genannten Kategorien von Transaktionskosten können im Zusammenhang intermediationstheoretischer Fragestellungen vernachlässigt werden. Von großer Bedeutung ist dagegen die Gruppe der Markttransaktionskosten. Martin verwendet diesbezüglich den Begriff der Transaktionskoordinationskosten (TKK). Walz nimmt eine abweichende Systematisierung von Transaktionskosten vor. Er unterscheidet einmalige Transaktionskosten (Kosten der Marktetablierung oder Markterweiterung) und laufende bzw. wiederkehrende Transaktionskosten (Anbahnungskosten, Vorbereitungskosten, Durchführungskosten, Prüf- und Kontrollkosten, Anpassungs- und Veränderungskosten). Albach und Michaelis differenziert den Transaktionskostenbegriff noch weitreichender. Vgl.: Richter, Rudolf; Furubotn, Eirik (1996), S. 49-56; Martin, Frank (1994), S. 65-67; Walz, Hartmut. (1991), S. 43-50; Albach, Horst (1988), S. 1160-1165; Michaelis, Elke (1985), S. 100.



Die Interessenlage von Kapitalanbietern und Kapitalnachfragern fallen in aller Regel deutlich auseinander: Während Kapitalanbieter zumeist an sicheren, liquiden und rentablen Anlagemöglichkeiten interessiert sind, bevorzugen Kapitalnachfrager häufig langfristige und niedrigverzinsliche Finanzmittel.<sup>10</sup> Die unterschiedlichen Interessenlagen lassen sich durch ein Pooling von Angebots- und Nachfragepositionen und dadurch ermöglichten Transformationsleistungen zur Übereinstimmung bringen. Wenn dies von den Kapitalanbietern und -nachfragern selbst erreicht werden soll, müssen alle beteiligten Wirtschaftssubjekte zu jedem anderen beteiligten Wirtschaftssubjekt in Beziehung treten, um über Möglichkeiten, Bedingungen und Konditionen einer Gesamtlösung, die allen Interessenlagen gerecht wird, zu verhandeln. Darüber hinaus müssen Sanktionsmechanismen zur Durchsetzung der Vereinbarungen ausgehandelt werden. Ein solches Vorgehen ginge ohne jeden Zweifel mit erheblichen Transaktionskosten einher. Finanzintermediäre sind darauf spezialisiert, die unterschiedlichen Interessenlagen von Kapitalanbietern und -nachfragern durch Transformationsleistungen zur Übereinstimmung zu bringen. Insbesondere werden Losgrößen-, Risiko-, Fristen- und Informationstransformationen vorgenommen<sup>11</sup> und damit eine Reduzierung der Transaktionskosten erreicht.

Die Transaktionskostensparnis durch Einschaltung eines Intermediärs ist auf folgende Wirkungen zurückzuführen:

- Die Einschaltung des Intermediärs verringert die Anzahl der Transaktionsbeziehungen sowie möglicherweise auch die Anzahl der erforderlichen Transaktionen.<sup>12</sup> Die Verhandlungs- und Entscheidungskosten können dadurch gesenkt werden.
- Intermediäre können sich zu institutionalisierten Treffpunkten für Anbieter und Nachfrager entwickeln. Das kann zu einer Verringerung der Suchkosten beitragen.<sup>13</sup>
- Die Zusammenfassung (Pooling) von vielen Transaktionen zu einem Transaktionsportfolio führt durch den Diversifizierungseffekt zu einer Risikominderung

<sup>10</sup> Vgl.: Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995), Sp. 732; Betge, Peter (1996), S. 12.

<sup>11</sup> Im einzelnen vgl.: Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995), Sp. 732-733; Betge, Peter (1996), S. 12-33; Büschgen, Hans E. (1994), S. 8-10; Hartmann-Wendels, Thomas; Pfingsten, Andreas; Weber, Martin (1998), S. 6-10; Priewasser, Erich (1998), S. 12-16.

<sup>12</sup> Vgl.: Breuer, Wolfgang (1993), S. 67-68.

<sup>13</sup> Vgl.: Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995), Sp. 729.

für alle Beteiligten. Dies ermöglicht Einsparungen von Prüf- und Überwachungskosten.<sup>14</sup>

- Durch die größere Transaktionshäufigkeit ist der Intermediär stärker motiviert und eher in der Lage eine Reputation als verlässlicher Transaktionspartner aufzubauen als dies für jeden einzelnen Marktteilnehmer möglich wäre.<sup>15</sup> Dies kann zur Verringerung der Informations- und Prüfkosten beitragen.
- Der Intermediär kann durch die Standardisierung (bzw. Normung) von Kreditverträgen, Sicherheitsleistungen etc. die Verhandlungs- und Entscheidungskosten senken.<sup>16</sup>
- Transaktionen sind teilweise mit fixen, das heißt weder von der Transaktionshäufigkeit noch vom Transaktionsvolumen abhängende Transaktionskosten verbunden. Beispielsweise müssen genaue Kenntnisse bezüglich der gesetzlichen Rahmenbedingungen erworben werden. Der damit verbundene Aufwand kann bei einer Bündelung der Transaktionsaktivitäten auf eine größere Zahl von Transaktionen verteilt werden. Transaktionen gehen außerdem häufig mit degressiv verlaufenden, variablen Transaktionskosten einher. Beispielsweise fällt die Prüfung der Zuverlässigkeit und Bonität von Transaktionspartnern mit zunehmender Kenntnis der Marktteilnehmer immer leichter. Hier greift eine Übungs- beziehungsweise Erfahrungsdegression (Lernkurveneffekt). In beiden Fällen gehen bei steigender Anzahl von Transaktionen die Kosten pro Transaktion zurück.<sup>17</sup> Durch die Bündelung der Transaktionsaktivitäten wird der Einsatz von speziellen Technologien (beispielsweise EDV-Anlagen, spezielle Software zur Kreditabwicklung oder zur Risikosteuerung) lohnend und senkt die Transaktionskosten pro Transaktion.<sup>18</sup> Dieser als *economies of scale* bekannte Effekt spricht für eine Bündelung der Transaktionsaktivitäten bei einem Intermediär.<sup>19</sup> Auf diese Weise können Informations-, Entscheidungs- und Überwachungskosten verringert werden.
- Aus der kombinierten Erstellung verschiedener Intermediationsleistungen können für den Intermediär positive Synergie- bzw. spill-over-Effekte resultieren, die zu einer Kostendegression führen können. Dieser als *economies of*

<sup>14</sup> Vgl.: Breuer, Wolfgang (1994), S. 291-292 u. 295-296.

<sup>15</sup> Vgl.: Breuer, Wolfgang (1995), S. 517 u. 532-533.

<sup>16</sup> Vgl.: Ihde, Gösta B. (1988), S. 18.

<sup>17</sup> Vgl.: Breuer, Wolfgang (1993), S. 69-74; Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995), Sp. 729.

<sup>18</sup> Vgl.: Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995), Sp. 729-730.

<sup>19</sup> Vgl.: Breuer, Wolfgang (1994), S. 291.

*scope*<sup>20</sup> bekannte Effekt kann zu einer Verringerung des gesamten Spektrums der Markttransaktionskosten führen.

## 2.2 Primäre und sekundäre Finanzintermediation

Je nachdem, wie stark der Intermediär selbst in das Transaktionsgeschehen eingebunden ist, kann zwischen primärer und sekundärer Intermediation unterschieden werden.<sup>21</sup> Primäre Intermediation ist dadurch gekennzeichnet, daß der Intermediär in eigenständige, den Transaktionsgegenstand betreffende Vertragsbeziehungen mit den eigentlichen Transaktionspartnern eintritt. Dies ist beispielsweise bei der Kredit- und Einlagenbank gegeben. Sie emittiert Bankschuldverschreibungen und geht damit eine eigenständige vertragliche Bindung mit den Kapitalanbietern ein. Außerdem geht sie bei der Kreditgewährung via Kreditvertrag eine eigenständige vertragliche Bindung mit den Kapitalnachfragern ein. Kapitalanbieter und -nachfrager stehen allerdings vertraglich in keinerlei Beziehung.

Dagegen liegt eine sekundäre Intermediation beispielsweise bei der Vermittlung einer Lebensversicherung durch einen Versicherungsmakler vor. Die Vertragsbeziehungen bezüglich der Lebensversicherung kommen direkt zwischen dem Anbieter und dem Nachfrager zustande, während der Intermediär (Makler) lediglich das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage durch seine Vermittlungsdienstleistung erleichtert. Somit besteht die wichtigste Aufgabe der sekundären Finanzintermediäre in der Informationstransformation.

Beispiele für primäre Finanzintermediäre sind Banken, Versicherungen, Bausparkassen und Fondsgesellschaften. Beispiele für sekundäre Finanzintermediäre sind Wertpapier- und Versicherungsmakler, Rating-Agenturen, Vermögensverwaltungsgesellschaften, Börsen.

<sup>20</sup> Zu den Begriffen „economies of scale“ und „economies of scope“ vgl.: *Bohr, Kurt* (1996), Sp. 375-386.

<sup>21</sup> Gerke und Pfeufer sprechen nicht von „primärer“ beziehungsweise „sekundärer Intermediation“, sondern von „Intermediation im engeren“ beziehungsweise „im weiteren Sinne“. Diese Begriffswahl ist etwas unglücklich: Spricht man von „Intermediation im weiteren Sinne“, wird der Eindruck erweckt, als sei die „Intermediation im engeren Sinne“ eingeschlossen. Es handelt sich jedoch um gleichrangige, nebeneinander stehende Kategorien. Deshalb wird hier der Begriffswahl von Breuer gefolgt. Vgl.: *Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele* (1995), Sp. 727-735; *Breuer, Wolfgang* (1993), S. 16.

### 3

#### Transaktionskosten sind teilweise nicht quantifizierbar, spontan variabel sowie personen- und kontextgebunden

Wenn die Aufgabe eines Finanzintermediärs - und damit eines Vermögensverwalters - darin besteht, Transaktionskosten zu senken, dann ist für jedes zielgerichtete Vorgehen von Bedeutung, welche grundlegenden Eigenschaften Transaktionskosten aufweisen.<sup>22</sup> Im folgenden Abschnitt soll insbesondere herausgearbeitet werden, daß Transaktionskosten teilweise nicht quantifizierbar, spontan variabel sowie personen- und kontextgebunden sind. Zu welchen Konsequenzen dies für den Vermögensverwalter führt, wird anschließend in Kapitel IV erörtert.

Wirtschaftssubjekte streben in aller Regel - im Rahmen einer unvollkommenen individuellen Rationalität<sup>23</sup> - die Maximierung ihres Nutzens an. Die beiden ökonomischen Grundfragen (Was nutzt es? Was kostet es?) spielen bei allen möglichen Alltagsentscheidungen die zentrale Rolle. Dabei lassen sich viele Entscheidungen nur nachvollziehen, wenn einige Charakteristika von Transaktionskosten explizit berücksichtigt werden.

Anhand des folgenden Beispiels sollen diese Eigenarten verdeutlicht werden: Das Wirtschaftssubjekt *W* beabsichtigt, ein bestimmtes Buch zu erwerben. *W* hat die Alternative, dieses Buch zum regulären Preis *P* in der Buchhandlung zu kaufen, die sich im Erdgeschoß seines Wohnhauses befindet. Allerdings weiß *W*, daß das gleiche Buch in neuwertiger Qualität in einem Antiquariat am anderen Ende der Stadt zum deutlich niedrigeren Preis *P'* zu bekommen ist. Würden nur die Kosten eine Rolle spielen, müßte *W* das Buch im Antiquariat kaufen. Bezieht man allerdings die Transaktionskosten mit ein, so ist die Ent-

<sup>22</sup> Die hier aufgeworfene Frage nach den Eigenschaften von Transaktionskosten ist anders gelagert als die von der transaktionskostentheoretisch ausgerichteten Organisationstheorie verfolgte Frage nach den Einflußgrößen von Transaktionskosten. Bei letzterem Ansatz geht es insbesondere darum, bestimmte Charakteristika von Transaktionen zu ermitteln, die Einfluß auf die Höhe von Transaktionskosten besitzen. In Anlehnung an Williamson werden in der Regel fünf Aspekte hervorgehoben: Spezifität, Umweltunsicherheit, Komplexität, Transaktionshäufigkeit, Wettbewerbssituation sowie rechtliche, technologische und kulturelle Rahmenbedingungen. Diese Aspekte werden beispielsweise bei Baur ausführlich diskutiert. Für die Frage, wie ein Finanzintermediär gezielt Transaktionskostensparnisse für einen Privatkunden erzielen kann, drängt sich hingegen eine andere Betrachtungsweise auf. Die individuelle Entscheidungssituation des Privatkunden muß in den Mittelpunkt gerückt werden. Wie stellen sich Transaktionskosten für den Kunden dar und in welcher Weise gehen sie in sein Entscheidungskalkül ein? Diesen Fragen wird im Abschnitt III nachgegangen. Vgl.: Baur, Cornelius (1990), S. 59-89.

<sup>23</sup> Zur Kritik an der in der Neoklassik vorherrschenden Vorstellung der „hyperrationalen“ Haltung der Wirtschaftssubjekte und zur Vorstellung der unvollkommenen, individuellen Rationalität vgl.: Simon, H. A. (1957); North, Douglas C. (1978), S. 972-977; Richter, Rudolf; Furubotn, Eirik (1996), S. 63 u. 187.

scheidungssituation weitaus vielschichtiger. Insbesondere müssen alle objektiven Rahmenbedingungen sowie alle subjektiven Lust- beziehungsweise Unlustgefühle, die W in sein Entscheidungskalkül bezüglich der geplanten Transaktion einbezieht, berücksichtigt werden.

W könnte das Antiquariat mit dem Fahrrad erreichen. Da W grundsätzlich ungern Fahrrad fährt und es darüber hinaus gerade kräftig regnet, wäre die Fahrradfahrt für W mit heftigen Unlustgefühlen verbunden. W wird diese Unlustgefühle als Transaktionskosten in seine Kaufentscheidung einbeziehen. Bei Abwägung der beiden Alternativen neigt W dem Kauf des Buches im nahegelegenen Buchhandel zu. Auf dem Weg zur Buchhandlung fällt W allerdings ein, daß er eine etwaige Fahrt zum Antiquariat mit einem Besuch bei einem alten Freund verbinden könnte, was wiederum Lustgefühle in Aussicht stellt. Diese Lustgefühle wirken sich transaktionskostenmindernd aus.<sup>24</sup> W entscheidet sich also letztlich, das Buch im Antiquariat zu erwerben, zumal der Regen bereits nachläßt.

Es zeigt sich, daß Transaktionskosten häufig nicht pekuniär quantifizierbar sind.<sup>25</sup> Vielmehr spielen subjektive Lust- bzw. Unlustgefühle eine Rolle, die vom handelnden Wirtschaftssubjekt sehr wohl abgewogen und in die (unvollkommen rationale, nutzenmaximierende) Entscheidung einbezogen werden.<sup>26</sup> In unserem Beispiel kommt der Unlust, bei Regen eine Fahrt auf dem Fahrrad in Kauf zu nehmen, beziehungsweise der Lust, einen alten Freund zu besuchen, eine wichtige Rolle bei der Kaufentscheidung zu. Man kann anfänglich konstatieren, daß die Vermeidung der Fahrradfahrt von W mit einem Wert

<sup>24</sup> Kauft W das Buch im Buchhandel, so entstehen Transaktionskosten in Form von Opportunitätskosten, weil damit die Gelegenheit zum Besuch des Freundes entfiel. Korrekt betrachtet verschlechtert sich dadurch also die Alternative des Kaufs in der Buchhandlung. Aus Gründen der Vereinfachung scheint es jedoch gerechtfertigt, ergebnisgleich eine Transaktionskostenminderung für die Alternative, im Antiquariat zu kaufen, zu unterstellen.

<sup>25</sup> Dieser Aspekt ist bisher in einigen allgemein transaktionskostentheoretischen sowie insbesondere in organisationstheoretischen Arbeiten herausgehoben oder doch wenigstens erwähnt worden. Am deutlichsten findet sich diese Überlegung bei Walz. Einige Autoren, wie zum Beispiel Theuvsen und Richter, sehen die Quantifizierung von Transaktionskosten als ein schwieriges, jedoch lösbares Problem an. Vgl.: Walz, Hartmut (1991), S. 55-58 u. 62; Theuvsen, Ludwig (1997), S. 978; Richter, Rudolf (1991), S. 421-422; Ebers, Marc; Gotsch, Wilfried (1993), S. 219 u. 235; Tietzel, Manfred (1981), S. 238; Picot, Arnold (1982), S. 271; Picot, Arnold (1985), S. 225. Bössmann, Eva (1983), S. 107; Budäus, Dietrich (1988), S. 1; Schneider, Dieter (1985), S. 1248.

<sup>26</sup> Baumann erfaßt die Subjektivität des Kostenbegriffes, bezieht dies allerdings nicht explizit auf Transaktionskosten. Kiwit stellt diesen Zusammenhang her, beläßt es jedoch bei einer beiläufigen Erwähnung. Er nennt dies die „psychische Dimension“ von Transaktionskosten. Vgl.: Baumann, Bernd (1993), S. 230-232, Kiwit, Daniel (1994), S. 7.

von mindestens  $P - P'$  veranschlagt wird. Außerdem können wir sagen, daß die Unlust zur Fahrradfahrt gemildert durch die Lust zu einem Besuch des Freundes mit höchstens  $P - P'$  als Transaktionskosten von  $W$  eingeschätzt wird. Wie hoch die Fahrradfahrt bei Regen beziehungsweise der Besuch bei einem alten Freund von  $W$  bewertet werden, läßt sich jedoch nicht genauer quantifizieren. Es ist plausibel anzunehmen, daß auch  $W$  keine exakte Quantifizierung vorgenommen hat, sondern vielmehr die Gesamialternativen gedanklich gegeneinander abgewogen hat.

Darüber hinaus ist die Höhe der Transaktionskosten häufig kontextgebunden.<sup>27</sup> In unserem Beispiel ist unter anderem die Wetterlage von großer Bedeutung. Auch wäre der Buchkauf vermutlich doch im Buchladen zustande gekommen, wenn der alte Freund nicht in der Nähe des Antiquariats gewohnt hätte. Kurzum: Alle Umweltbedingungen können eine Rolle bei der Bewertung der Transaktionskosten durch das Wirtschaftssubjekt spielen. Ändert sich der Kontext, so kann dies auch zu einer Veränderung der Transaktionskosten führen.

Außerdem sind Transaktionskosten häufig personengebunden.<sup>28</sup> Wäre  $W$  ein begeisterter Radfahrer, hätte er die drohende Fahrradfahrt von vorneherein als weniger schwerwiegend bewertet und die Kaufentscheidung wäre vermutlich von Anfang an zu Gunsten des Antiquariats gefallen.

Schließlich muß auf die spontane Variabilität von Transaktionskosten hingewiesen werden. Wäre  $W$  nicht plötzlich eingefallen, daß er den Buchkauf mit einem Besuch verbinden könnte, wäre die Kaufentscheidung vermutlich anders ausgefallen. Es kann also ständig und in nicht vorhersehbarer Art und Weise zu einer Veränderung der Transaktionskosten kommen, auch ohne daß sich an den Umweltbedingungen irgendetwas ändert.<sup>29</sup>

<sup>27</sup> Ökonomische Entscheidungen stehen oft in unmittelbarem Zusammenhang mit den ökonomischen Umweltgegebenheiten. Dies ist bisher in organisationstheoretischen Untersuchungen herausgearbeitet, aber nur teilweise explizit im Zusammenhang mit der Transaktionskostenproblematik gesehen bzw. diskutiert worden. Vgl.: *Winsperger, Josef* (1987), S. 61; *Winsperger, Josef* (1983), S. 896; *Dorow, Wolfgang* (1984), S. 3; *Schreyögg, G.* (1978), S. 212-233; *Hoffmann, Friedrich* (1985), S. 19-20; *Hoffmann, Friedrich* (1981), S. 185-200; *Drazin, R.; Van de Ven, A.* (1985), S. 514-516; *Kieser, Alfred* (1981), S. 201-214; *Kieser, Alfred; Segler, Tilman* (1981), S. 173-184; *Segler, Tilman* (1981), S. 227-272; *Staehe, Wolfgang* (1981), S. 215-226; *Hill, Wilhelm; Fehlbaum, Raymond; Ulrich, Peter* (1981), S. 319-322 u. S. 401-404; *Pennings, J.* (1975), S. 393-410; *Pay, Diana de* (1989), S. 16-17; *Hanker, Jens* (1990), S. 144.

<sup>28</sup> Dieser Aspekt wird von Bössmann angesprochen. Williamson zielt in eine ähnliche Richtung, wenn er von einer „Humankapitalspezifität von Transaktionskosten“ spricht. Vgl.: *Bössmann, Eva* (1983), S. 110; *Williamson, Oliver E.* (1993), S. 14.

<sup>29</sup> Vor dem Hintergrund dieser Eigenarten der Transaktionskosten sind modelltheoretische Ansätze, die Transaktionskosten als konstanten und/oder linear von der Transaktionsmenge bzw. -häufigkeit abhängen-

## 4

### Vermögensverwaltung in intermediationstheoretischer Sicht

#### 4.1

#### Die Dienstleistungspalette von Vermögensverwaltungsgesellschaften

In der Literatur wird bis heute die Vermögensverwaltung häufig definitorisch auf die Steuerung von Wertpapierbeständen im Kundendepot begrenzt. Das moderne Vermögensverwaltungsgeschäft geht jedoch weit über die bloße Verwaltung eines Wertpapierportfolios hinaus.<sup>30</sup> Es ist kaum einzusehen, warum die Einbeziehung beispielsweise des Immobilienvermögens oder von Lebensversicherungen in die Vermögensstruktursteuerung, die Steueroptimierung des Gesamtvermögens oder die Planung und Durchführung von Vermögensübertragungen per Definition aus dem Aufgabenbereich des Vermögensverwalters ausgeschlossen werden sollte. Es stellt sich die Frage, welcher Dienstleister - wenn nicht der Vermögensverwalter - sich um diese Bereiche kümmern sollte. Dementsprechend erscheint es sinnvoll, den Vermögensverwaltungsbegriff möglichst weit zu fassen. So kann Vermögensverwaltung als die Summe aller Bemühungen um die Optimierung der Vermögensverhältnisse des Kunden verstanden werden.

den Güterverbrauch modellieren, als stark vereinfachend und als für viele Fragestellungen ungeeignet zu beurteilen. Zu einer ähnlichen Einschätzung kommt Sauter. Vgl.: *Sauter, Franz* (1985), S. 63.

<sup>30</sup> Die herkömmliche, enge Definition der Vermögensverwaltung, die hauptsächlich darauf abzielt, den Unterschied zur Anlageberatung herauszustellen, ist noch immer weit verbreitet. So definiert bspw. *Schwaiger* Vermögensverwaltung als die Verwaltung von in Wertpapieren, derivativen Instrumenten und liquiden Mitteln angelegten Vermögens. *Blattner* dagegen nennt als Inhalt der Vermögensverwaltung die Depotverwaltung, die Beratung, das Portfoliomanagement, den Kauf und Verkauf von Wertrechten, Devisen und Edelmetallen sowie Kreditleistungen. *Woernle* bezieht darüber hinaus die Rechts- und Steuerberatung mit ein. *Rupf, Wicke* und *von Twickel* betonen außerdem die Bedeutung der Vermögensstrukturanalyse als Teil der Vermögensverwaltung. Ein verhältnismäßig umfassender, progressiver Vermögensverwaltungsbegriff, der auch die Immobilienverwaltung, die Testamentsvollstreckung und das Stiftungswesen umfaßt, findet sich beispielsweise bei *Pechlaner* oder bei *Schierenbeck* und *Hölscher*. Die Entwicklung in der Praxis läßt es sinnvoll erscheinen, den Vermögensverwaltungsbegriff möglichst weit zu fassen. Vgl.: *Schwaiger, Anton* (1995), Sp. 1891; *Blattner, Niklaus; Gratzl, Benedikt; Kaufmann, Tilo* (1996), S. 29; *Woernle, Günter* (1978), S. 61; *Rupf, Wolfgang* (1995), S. 293-294; *Wicke, Jan Martin* (1997), S. 26; *Twickel, John Freiherr von* (1995), S. 297-305; *Pechlaner, Harald* (1993), S.38; *Schierenbeck, Henner; Hölscher, Reinhold* (1993), S. 372-373.

Demzufolge können derzeit folgende Bereiche zum Aufgabenfeld der Vermögensverwaltungsgesellschaften gezählt werden:

- Vermögensstruktursteuerung
  - Vermögensstrukturanalyse (Ist-Zustand)
  - Auf die Lebensplanung abgestimmte Vermögensstrukturplanung(Soll-Zustand)
  - Gezieltes Vermögensstrukturmanagement (Überführung des Ist- in den Soll-Zustand)
  
- Portfoliomanagement
  - Depotverwaltung, Kontoführung
  - Asset Allocation, Umsetzung von Anlagestrategien<sup>31</sup>
  - Kauf und Verkauf von Wertrechten, Devisen und Edelmetallen
  - Performancemessung und Reporting
  
- Vermögensübertragungen
  - Erbschaftsplanung, Nachlaßverwaltung
  - Stiftungswesen
  
- Steueroptimierung der Vermögensanlage
  - Steueroptimierung ist als Querschnitt-Aufgabe zu verstehen, die in allen anderen Bereichen zu berücksichtigen ist

Nicht jede Vermögensverwaltungsgesellschaft muß dieses gesamte Spektrum abdecken. Aber grundsätzlich kann der Aufgabenbereich der Vermögensverwaltung inzwischen als so umfänglich angesehen werden.

<sup>31</sup> Einige Autoren, zum Beispiel Schwaiger, Brunner und Tippl, halten das *aktive* Portfoliomanagement für ein konstitutives Element der Vermögensverwaltung. Allerdings ist nicht einzusehen, warum die Umsetzung von passiven Portfoliomanagementstrategien nicht zum Aufgabenbereich eines Vermögensverwalters gehören sollten. Vgl.: *Schwaiger, Anton* (1995), Sp. 1897; *Brunner, Guido F.* (1987), S. 6; *Tippl, Thomas* (1991), S. 7.



## 4.2

### Erzielung eines Mehrwertes für den Kunden als Schlüsselgröße im Wettbewerb

Die Tätigkeit des Finanzintermediärs verursacht seinerseits Transaktionskosten. Intermediation ist nur dann vorteilhaft, wenn die dadurch erzielten Transaktionskostensparnisse erkennbar den Intermediationsaufwand übertreffen, also ein Mehrwert erzielt wird.<sup>32</sup>

<b>Transaktionskosteneinsparung</b>	
<b>Intermediationsaufwand</b>	<b>Mehrwert</b>
<b>Entgelt für den Intermediär</b>	<b>Mehrwert für den Kunden</b>

Abbildung 1: Ersparnis an Transaktionskosten und idealtypische Aufteilung zwischen Intermediär und Kunden

Grundlage jeder gedeihlichen und dauerhaften Geschäftsbeziehung ist es, daß beide Geschäftspartner durch die Geschäftstätigkeit auf ein höheres Nutzenniveau gehoben werden und damit eine Bewegung in Richtung Pareto-Optimum realisieren. Dementsprechend kommt der Erzielung eines Mehrwertes für den Vermögensverwaltungskunden eine zentrale Bedeutung für den

<sup>32</sup> Der Begriff „Mehrwert“ wird in diesem Zusammenhang von Brandenberger verwendet. Breuer hingegen übersetzt Diamond diesbezüglich mit *Netto-Vorteil*. Die Überlegung an sich geht mit v. Thünen auf das Jahr 1817 zurück. Hellwig hat diesen Aspekt besonders deutlich herausgearbeitet. Vgl.: Brandenberger, Susanne (1995), S. 44 u. 51; Breuer, Wolfgang (1993), S. 140; Thünen, Johann Heinrich von (1817), S. 19-23, Hellwig, M. (1991), S. 35 ff.. Müller-Hagedorn zitiert Gümbel und Picot mit derselben Überlegung. Vgl.: Müller-Hagedorn, Lothar: (1990), S. 454; Gümbel, R. (1985), S. 168-170; Picot, Arnold (1986), S. 1-16.

Erfolg im Wettbewerb zu. Wird kein Mehrwert für den Kunden erzielt, ist die mittelfristige Zerrüttung der Geschäftsverbindung vorprogrammiert.

Dies sei mit einem Beispiel illustriert. Betrachtet werden zwei Dienstleistungen, die vom Wirtschaftssubjekt *W* regelmäßig in Anspruch genommen werden. Zum einen sucht *W* regelmäßig eine Pediküre auf. *W* ist sehr beleibt und das Schneiden der Fußnägel bereitet ihm so viel Mühe, daß er gerne das Dienstleistungsentgelt entrichtet, um sich dieser ungeliebten Aufgabe zu entledigen. Die Fußpflegerin übt ihren Beruf gerne aus und das Entgelt geht deshalb über das hinaus, was zur bloßen Abgeltung ihres Arbeitsleides erforderlich wäre. Folglich erreichen beide Wirtschaftssubjekte ein höheres Nutzenniveau, sie bewegen sich in Richtung des Pareto-Optimums (Abbildung 2, Pfeil A). Es gibt folglich für beide Wirtschaftssubjekte keinen Grund, den Kontakt zu beenden, solange nicht noch bessere Geschäftsalternativen für mindestens einen der beiden Transaktionspartner auftauchen.

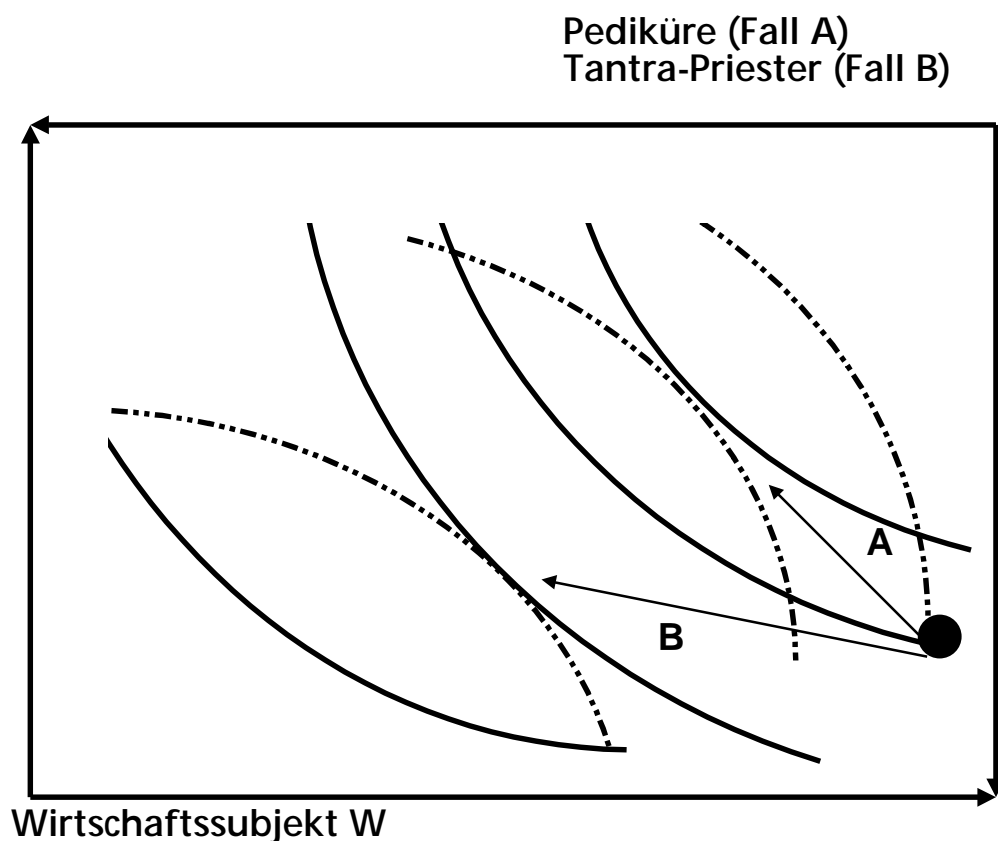


Abbildung 2: Edgeworth-Box mit beiderseitigem Nutzenzugewinn im Fall A und nur einseitigem Nutzenzugewinn im Fall B

Das Wirtschaftssubjekt *W* sucht darüber hinaus seit einigen Wochen einen Tantra-Priester auf, der ihm gegen Bezahlung einen stärkeren Haarwuchs auf das lichte Haupt zu hexen versprochen hat. Nach einiger Zeit muß *W* feststel-

len, daß trotz intensiver Hexerei die Haare nicht stärker sprießen. Zwar wird der Priester auf ein höheres Nutzenniveau gehoben, weil er regelmäßige Geldzuwendungen von W erhält. W allerdings realisiert im Laufe der Zeit, daß er auf ein niedrigeres Nutzenniveau zurückfällt, weil seinen pekuniären Aufwendungen nicht der gewünschte Haarwuchseffekt gegenübersteht (Abbildung 2, Pfeil B). Die Zerrüttung der Geschäftsbeziehung ist vorprogrammiert. W wird den Kontakt abbrechen, sobald er die Unvorteilhaftigkeit, die für ihn aus diesem Geschäft erwächst, erkennt.

Die Mehrwerterzielung ist offensichtlich notwendige Bedingung für die Dauerhaftigkeit einer Geschäftsverbindung. Nur wenn beide Transaktionspartner in dem Sinne profitieren, daß sie durch die Transaktion ein höheres Nutzenniveau erreichen, werden sie sich nicht unmittelbar veranlaßt sehen, den Geschäftskontakt abzubrechen. Unter diesem Gesichtspunkt ist nun zu prüfen, welche Bereiche der Dienstleistungspalette von Vermögensverwaltern besonders gut, beziehungsweise eher schlecht oder auch gar nicht geeignet sind, um für den Kunden einen Mehrwert zu erwirtschaften.

### 4.3

#### **Versprechen einer systematischen Überperformance als zweifelhafte Wettbewerbsanstrengung**

Zur Erzielung einer systematischen Überperformance sind zwei Dinge unentbehrlich: Zum einen die Fähigkeit, künftige Marktentwicklungen so gut zu antizipieren, daß eine Mehrzahl von „Wetten gegen den Markt“ gewonnen werden können. Zum anderen müssen diese Marktprognosen in entsprechende aktive Portfoliomanagementstrategien umgesetzt werden.

Aktive Portfoliomanagementstrategien sind mit erheblichen Transaktionskosten verbunden. Gleichzeitig ist jedoch äußerst zweifelhaft, ob sie zum Erfolg, das heißt zu einem dauerhaften Outperforming der Märkte führen können. Eine Vielzahl von Studien legt vielmehr den Verdacht nahe, daß selbst bei hohem Researchaufwand keine brauchbaren Finanzmarktprognosen gewonnen werden können.<sup>33</sup> Unterstellt man die Unmöglichkeit, Finanzmarktentwicklungen zu prognostizieren, verlieren aktive Portfoliostrategien ihren Sinn.<sup>34</sup> In diesem Fall müßten folgende Überlegungen angestellt werden:

<sup>33</sup> Vgl.: O.V. (1998a), S. 140-150; o.V. (1998b), S. 29; Oertmann, Peter (1996), S. 1-32; Steiner, Manfred; Wittrock, Carsten (1994), S. 593-618; o.V. (1994); Kaserer Christoph; Pfau, Stefan (1993), S. 596-600. Einen Überblick über mehrere Untersuchungen gibt Breig. Vgl: Breig, Hildegard (1991), Nr. 1, S. 62-75

<sup>34</sup> Vgl.: Steiner, Manfred; Tebroke, Hermann-Josef (1995), S. 314 ff.; Rehkugler, Heinz, (1995), S. 384.

Passive Managementstrategien bringen (zumindest mittel- bis langfristig) keine geringeren Bruttoerträge mit sich als aktive Managementstrategien.<sup>35</sup> Aber sie sind mit erheblich geringeren Kosten verbunden: Geringer Verwaltungsaufwand, keine Researchkosten, nur geringe Transaktionskosten durch Käufe und Verkäufe von Wertpapieren.<sup>36</sup> Darüber hinaus erlaubt es das passive Portfoliomanagement, ununterbrochen, fast vollständig investiert zu sein. Liquidität muß so gut wie gar nicht vorgehalten werden.<sup>37</sup>

Da die Kosten einer Aktivsteuerung der Kundendepots auf Dauer nicht durch entsprechende Mehrerträge überkompensiert werden können, wird mit diesem Konzept das Ziel verfehlt, einen Mehrwert für den Kunden zu erwirtschaften. Die Wettbewerbsstrategie, eine systematische Überperformance durch eine aktive Portfoliomanagementstrategie in Aussicht zu stellen, würde also mittelfristig die Zerrüttung der Geschäftsverbindung beinahe zwangsläufig nach sich ziehen.<sup>38</sup>

<sup>35</sup> Vgl.: Solenthaler, Erich (1997), S. 22; Narat, Ingo (1997c), S. 27; Narat, Ingo (1997d), S. 27.

<sup>36</sup> Vgl.: O.V. (1998c), S. 8; Narat, Ingo (1997a), S. 25; Narat, Ingo (1997b), S. 25.

<sup>37</sup> Vgl.: Narat, Ingo (1997a), S. 25.

<sup>38</sup> Hierin dürfte - angesichts der vorherrschenden Ausrichtung auf aktive Portfoliomanagementstrategien - ein wesentlicher Grund dafür zu finden sein, daß die durchschnittliche Kundenbindung vermögender Privatkunden an den Vermögensverwalter verhältnismäßig schwach ausgeprägt ist.

#### 4.4

#### **Ein Beispiel für einen Aufgabenbereich der Vermögensverwaltung, der für Intermediationsleistungen gut geeignet ist: Steueroptimierung des Wertpapierportfolios**

Bei der optimalen Gestaltung des Gesamtvermögens und insbesondere des Wertpapierbestandes sind steuerliche Aspekte oft von gravierender Bedeutung. Die genaue Kenntnis des Steuerrechts sowie der aktuellen Rechtsprechung ist unentbehrlich für steueroptimierte Anlageentscheidungen. Die Kosten für die Aneignung dieser Kenntnisse können als fixe Transaktionskosten betrachtet werden. Sie fallen in gleicher Höhe an, egal ob ein Investor diese Kenntnisse allein für seine persönlichen Anlageentscheidungen erwirbt oder ob ein Steuerfachmann einer Vermögensverwaltungsgesellschaft diese Kompetenz für die Steuerung einer hohen Zahl von Kundendepots nutzt. Die Kosten der Kompetenz in Steuerfragen weisen also eine degressive Struktur auf. Eine Vermögensverwaltung kann die Steueroptimierungskompetenz durch Aufteilung der Kosten auf viele Kunden also relativ günstig anbieten. Wollte ein einzelner Kunde dieselbe Fachkompetenz erwerben, wäre dies für ihn mit einem ungleich höheren Aufwand verbunden, als wenn er diese über seinen Vermögensverwalter bezieht. Es handelt sich hier also um ein typisches Beispiel für die Möglichkeit eines Finanzintermediärs, durch seine Intermediationsleistung (Informationstransformation) die Transaktionskosten für den Kunden zu reduzieren und ihm dadurch einen Mehrwert zu erwirtschaften.

Folgendes Beispiel soll deutlich machen, daß die Steueroptimierung des Wertpapierbestandes von erheblicher Bedeutung für den Anlageerfolg ist und daß der erforderliche Sachverstand weit über allgemein bekannte Faustformeln hinausgeht, so daß Steueroptimierung eine der Kernkompetenzen eines Vermögensverwalters sein sollte:

Anfang Juli 1995 soll im Rahmen einer breiten Diversifizierungsstrategie unter anderem der kurze Durationsbereich des US-Dollar-Anleihenmarktes abgedeckt werden, insbesondere um an der Entwicklung des US-Dollars zu partizipieren. Es stehen drei grundsätzliche Anlagealternativen zur Auswahl: 1. in US-Dollar notierte Restläufer, 2. US-Dollar-Festgeld (z.B. 6-Monatsgeld), 3. in US-Dollar notierte Floating Rate Notes (Floater). Bei allen drei Alternativen liegt zielgemäß eine sehr niedrige Duration vor. Die Zinserträge der drei Anlagealternativen weichen nur unerheblich von einander ab. Festgeld hat den Nachteil, daß es nur schwer vor Fälligkeit liquidiert werden kann. Dieses Anlageinstrument ist also recht unflexibel. Restläufer haben den Nachteil, daß sie bei längerer Verweildauer in diesem Anlagesegment nach Erreichen ihrer Fälligkeit ersetzt werden müssen. Dabei fallen Abwicklungsspesen und Courtagen an. Aus Sicht des Portfoliomanagements dürfte deshalb der Kauf eines Floaters die vernünftigste Alternative sein. Der Floater ist ständig liquidierbar, also sehr flexibel. Darüber hinaus können Floater noch eine lange Restlaufzeit aufweisen, ohne daß der gewünschte Durationsbereich verlassen wird.

Die Entscheidung könnte beispielsweise zu Gunsten des US-Dollar-Floaters der Westdeutschen Landesbank mit der Wertpapierkennnummer 410453 fallen. Dieses Papier läuft bis zum 25.05.2003 und wird halbjährlich an den LIBOR angepaßt (abzüglich 25 Renditestellen). Dieses Papier erfüllt auf den ersten Blick alle Anforderungen.

Der steuerlich vorgebildete Privatinvestor weiß, daß Währungsgewinne nach Ablauf der Spekulationsfrist steuerfrei sind und daß Kursgewinne bei Anleihen dann nach Ablauf der Spekulationsfrist steuerfrei sind, wenn die Anleihen keine konstruktionsbedingte Umschichtung von Zinserträgen in Kursgewinne aufweisen, wie dies beispielsweise bei Nullcouponanleihen der Fall ist. Festcouponanleihen, deren Emissionsrenditen zum Zeitpunkt der Emission dem vorherrschenden Marktniveau entsprachen, fallen in die sogenannte Disagiostaffel. Bei diesen Anleihen bleibt die Besteuerung auf die laufenden Couponzahlungen beschränkt. Da bei Floatern keine Emissionsrendite ermittelt werden kann, bleiben sie in der Disagiostaffel unberücksichtigt. Floater werden in regelmäßigen Abständen dem Marktzinsniveau angepaßt. Deshalb entfernt sich ihr Kurs niemals gravierend vom Nennwert. Es besteht also kein Anlaß anzunehmen, daß eine konstruktionsbedingte Umschichtung von Zinserträgen in Kursgewinne vorliegt. Dementsprechend ist eine Beschränkung der Besteuerung auf die Couponerträge plausibel.

Bis zum Verkauf des Floaters Ende Juni 1998 hat der US-Dollar knapp 30% an Wert gewonnen. Bei der steuerlichen Veranlagung des Währungsgewinnes durch das zuständige Finanzamt stellt sich folgendes heraus: Floater, die an den LIBOR oder FIBOR gekoppelt und mit einem Zinsabschlag ausgestattet sind, werden vom Bundesfinanzministerium als Finanzinnovationen eingestuft und müssen demgemäß nach der Differenzmethode besteuert werden. Das bedeutet, daß der Wert der Wertpapierposition zum Kaufzeitpunkt und zum Verkaufszeitpunkt in D-Mark bewertet wird und der Wertzuwachs voll zu versteuern ist. Der Währungsgewinn, der bei Anlage in US-Dollar-Festgeld oder in US-Dollar-Restläufern steuerfrei gewesen wäre, dürfte damit in etwa halbiert werden.<sup>39</sup>

<sup>39</sup> Die Komplexität der Steuerproblematik sowie die jederzeit mögliche Veränderung der gesetzlichen Bestimmungen, können anhand dieses Beispiels sehr schön im Detail verfolgt werden. Die Besteuerung von Floatern ist nämlich umstritten. Die Auffassung der Finanzverwaltung ergibt sich aus dem BMF-Schreiben vom 20.01.1994 „Besteuerung des Zwischengewinns aus der Veräußerung von Anteilsscheinen an Investmentfonds“ (in: Finanzrundschau 6/1994, S. 206). Nach Ziffer 4 dieses Schreibens werden Floater, die mit Zinsabschlag an den FIBOR oder LIBOR gebunden sind, als Finanzinnovationen im Sinne von § 20, Absatz 2, Nummer 4 Einkommensteuergesetz betrachtet. Daraus ergibt sich die Besteuerung nach der sogenannten Differenzmethode nach § 20, Absatz 2, Nummer 4 Einkommensteuergesetz. Die Differenzmethode ist zwingend anzuwenden, weil die Ermittlung des Ertrags nach der Emissionsrendite nicht möglich ist. In einem Schreiben des Bundesministers der Finanzen (Ministerialrat Sarrazin) an die obersten Finanzbehörden der Länder vom 30.01.1995 wird außerdem unterstrichen, daß bei Anwendung der Differenzmethode die Abwicklungsspesen der Bank nicht in Abzug gebracht werden dürfen.

Es zeigt sich, daß der Nachsteuerertrag der oben geschilderten Anlage in ganz erheblichem Ausmaß, nämlich rund um die Hälfte gemindert wird, wenn nicht die steuerlich beste Alternative gewählt wird. Ferner wird deutlich, daß sich die steuerrechtlichen Regelungen häufig so diffizil gestalten, daß selbst ein Investor, der über Erfahrung in der Kapitalertragsbesteuerung verfügt, ohne eine permanente Beobachtung der sich wandelnden Rechtslage kaum im Stande ist, optimale Investmententscheidungen zu treffen.

Für den Vermögensverwalter erwächst aus dieser Situation die Möglichkeit, einen Mehrwert für den Verwaltungskunden zu generieren. Ein versierter Steueranwalt kann die Anlageinstrumente praktisch unbegrenzt vieler Kundendepots überwachen. Der Aufwand, der für die genaue Kenntnis des Steuerrechts sowie der aktuellen Rechtsprechung in Kauf genommen werden muß, kann auf viele Kunden aufgeteilt werden. Der Spezialisierungsvorteil des Vermögensverwalters führt also zu einer Verringerung der durchschnittlichen Transaktionskosten pro Transaktion. Sofern die Kosten der Vermögensverwaltung unter der erzielten Steuerersparnis beziehungsweise unter den Kosten für den Erwerb der nötigen Fachkompetenz für eine entsprechende Steueroptimierung liegt, ist der Verwaltungskunde durch die Inanspruchnahme der Dienstleistung besser gestellt. Sofern der Vermögensverwalter mehr an Verwaltungsentgelten einnimmt, als er für die Bereitstellung der Dienstleistung aufwenden muß, erreicht auch er ein höheres Nutzenniveau. Damit wäre die Grundvoraussetzung für eine dauerhafte Geschäftsverbindung gegeben.<sup>40</sup>

Die Rechtsauffassung der Finanzverwaltung bezüglich der Besteuerung von Floatern wird in der Steuerrechtsliteratur heftig angegriffen. Beispielsweise Fleischmann oder Wellmann arbeiten heraus, daß die Rechtsauffassung der Finanzverwaltung mit anderen Grundsätzen der Einkommenbesteuerung unvereinbar und verfassungsrechtlich nicht haltbar ist. Das zeigt sich am folgenden Beispiel: Das Wirtschaftssubjekt W erwirbt einen US-Dollar-Floater zum Preis von umgerechnet 100,- DM. Nach einem Jahr veräußert W dieses Papier. Durch die Wertsteigerung des US-Dollars werden umgerechnet 105,- DM Erlöst. Für den Kauf sind Spesen in Höhe von 1,20 DM und für den Verkauf Spesen in Höhe von 1,30 DM angefallen. Da diese Kosten bei der Besteuerung nicht zum Abzug gebracht werden dürfen, wird der gesamte Kursgewinn von 5,- DM mit dem persönlichen Einkommensteuersatz von W (50%) besteuert. Es fällt also eine Steuerschuld von 2,50 DM an. Dies ist jedoch der gesamte Nettoertrag der Kapitalanlage. Eine solche Besteuerung ist konfiskatorisch, entspricht nicht dem Leistungsfähigkeitsprinzip und ist damit verfassungswidrig. Außerdem kommt es bei Zugrundelegung der Auffassung der Finanzverwaltung nicht auf die Dauer zwischen Kauf und Verkauf der Wertpapiere an. Die Differenzmethode ist auch nach Ablauf der Spekulationsfrist zwingend. Damit wird der § 23 Einkommensteuergesetz (Spekulationsbesteuerung) ausgehebelt. Diese Diskrepanz zur Systematik des Einkommensteuergesetzes spricht ebenfalls gegen die Rechtsauffassung der Finanzverwaltung. Es wird zu einer Klärung dieser Rechtsfragen kommen, sobald ein betroffener Steuerpflichtiger den Rechtsweg beschreitet und eine Entscheidung des Bundesfinanzhofes erzwingt. Wann es zu einer solchen Entscheidung kommen wird, ist jedoch nicht abzusehen. Vgl.: *Fleischmann, Michael S.* (1996), S. 2579-2582; *Wellmann, Udo* (1996), S. 329-330; *Wellmann, Udo* (1997), S. 253-255.

<sup>40</sup> Vgl. dazu Kapitel IV, Abschnitt 2.

## 4.5

### Individuelle Kundenbetreuung muß über die Depotgestaltung hinausgehen

Aus dem herkömmlichen, engen Verständnis der Vermögensverwaltung<sup>41</sup> rührt die Vorstellung her, daß sich eine individuelle Vermögensverwaltung in einer auf jeden einzelnen Kunden individuell zugeschnittenen Portfoliozusammenstellung (beziehungsweise Titelauswahl) widerspiegeln muß. Unterstellt man die Gültigkeit des Tobinschen Separationstheorems,<sup>42</sup> so führt eine angemessene Berücksichtigung der individuellen Risikopräferenz der Verwaltungskunden keineswegs zu einer unterschiedlichen Titelauswahl, sondern lediglich zu einer individuell festgelegten Liquiditätsquote. Die Wertpapierbestände stellen sich hingegen im Hinblick auf die Titelauswahl und die Titelgewichte bei allen Kunden vollkommen identisch dar.

Eine individuelle Kundenbetreuung muß vielmehr darauf abzielen, die spezifischen Potentiale für Transaktionskostensparnisse zu ermitteln und darauf einzugehen. Dabei müssen die in Kapitel III erörterten Eigenarten von Transaktionskosten unbedingt berücksichtigt werden.

Es gibt Kunden, die Wert darauf legen, daß ihr Vermögen möglichst ertragreich investiert wird, die aber mit dem Prozedere möglichst nicht behelligt zu werden wünschen. Jede telefonische Rücksprache oder Erläuterung des Portfoliomanagers verursacht diesen Kunden Unlustgefühle, die ihre Transaktionskosten in die Höhe treiben und sich mehrwertmindernd auswirken. Andererseits gibt es auch Kunden, die von dem Geschehen an den internationalen Finanzmärkten fasziniert sind, täglich die Wirtschaftspresse verfolgen, eigene Investmentideen entwickeln und diese in Absprache mit ihrem Portfoliomanager umsetzen wollen. Der tägliche Kontakt und die fachliche Diskussion mit dem Portfoliomanager verursachen diesen Kunden Lustgefühle, die ihre Transaktionskosten mindern und damit den Mehrwert erhöhen.

Individuelle Vermögensbetreuung muß bedeuten, diese unterschiedlichen Transaktionskostenstrukturen zur Kenntnis zu nehmen und darauf adäquat zu reagieren. Während sich für die erste Kundengruppe die Beschränkung auf eine jährliche Mitteilung über den Anlageerfolg anbietet, ist für die zweite Kundengruppe die tägliche Fachdiskussion mit dem Portfoliomanager die angemessene Ausprägung der Dienstleistung Vermögensverwaltung.

<sup>41</sup> Vgl. dazu Kapitel IV, Abschnitt 1.

<sup>42</sup> Zum Tobinschen Separationstheorem vgl.: Jarchow, Hans-Joachim (1990), S. 80-86.



Manche Kunden sind im Bereich Wertpapiermanagement sehr erfahren und bedürfen diesbezüglich keiner Beratung. Bei Immobilieninvestments und bei der Steueroptimierung hingegen suchen sie Unterstützung. Individuelle Vermögensverwaltung muß bedeuten, zur Kenntnis zu nehmen, daß für diesen Kunden eine Transaktionskostensparnis durch Dienstleistungen zur Optimierung von Wertpapierinvestments kaum zu erreichen sein wird. Das Dienstleistungsangebot des Verwalters sollte sich in diesem Fall auf Immobilieninvestments und auf die Steueroptimierung beschränken. Denn nur hier kann für den Kunden durch die Leistung der Informationstransformation eine Transaktionskostensparnis und damit gegebenenfalls ein Mehrwert erzielt werden.

Eine individuelle Betreuung eines Vermögensverwaltungskunden wird nicht erreicht, indem ihm exotische Wertpapiere ins Portfolio gekauft werden. Vielmehr muß eine individuelle Betreuung bedeuten, daß die Bedürfnisstrukturen des Kunden und damit die Potentiale für Transaktionskostensparnisse genau ermittelt und regelmäßig überprüft werden, um diese dann optimal ausschöpfen zu können und einen möglichst großen Mehrwert für den Kunden zu erwirtschaften.

Das ist nicht mit der altbekannten Devise „der Kunde ist König“ zu verwechseln. Bei dem systematischen Bemühen, eine dauerhafte Kundenbindung zu sichern, kann es nicht darum gehen, dem Kunden jeden Wunsch zu erfüllen. Vielmehr muß das Hauptaugenmerk des Vermögensverwalters darauf gerichtet sein, dem Kunden die Wünsche zu erfüllen, bei denen der Vermögensverwalter seine Leistungspotentiale beziehungsweise Spezialisierungsvorteile zu beiderseitigem Nutzen optimal ausschöpfen kann.

## 5 Zusammenfassung

Es zeigt sich, daß die Intermediationstheorie ein Instrumentarium bietet, um unterschiedliche Wettbewerbsanstrengungen von Vermögensverwaltern gegeneinander abzuwägen. Dabei wird unterstellt, daß Intermediationsleistungen nur dann die Voraussetzungen für eine dauerhafte Geschäftsbeziehung erfüllen, wenn sie zur Mehrwerterzielung für den Kunden führen. Ist dies nicht der Fall, so wird die mittelfristige Zerrüttung der Geschäftsbeziehung angenommen.

Die Zusicherung systematischer Überperformances kann zu einer beständigen und gedeihlichen Geschäftsbeziehung führen, wenn der Vermögensverwalter auch tatsächlich in der Lage ist, dauerhaft den Markt zu schlagen. Denn nur dann kann der erhöhte Transaktionskostenaufwand für eine aktive Portfoliomanagementstrategie von den systematischen Mehrerträgen überkompensiert und damit ein Mehrwert für den Kunden erzielt werden. Es bestehen allerdings erhebliche Zweifel, ob ein dauerhaftes Outperforming der Märkte möglich ist.

Im breiten Spektrum der Dienstleistung Vermögensverwaltung verbleiben aber weite Bereiche, die einen größeren Erfolg bei dem Bemühen um eine dauerhafte Kundenbindung versprechen. Beispielhaft wurde die Steueroptimierung von Wertpapierinvestments dargestellt.

Will der Verwalter eine individuelle Kundenbetreuung anbieten, muß dabei der besondere Charakter von Transaktionskosten berücksichtigt werden. Transaktionskosten sind insbesondere personen- und kontextgebunden. Daraus erwächst die Notwendigkeit, auf die individuelle Transaktionskostenstruktur des Verwaltungskunden einzugehen. Für jeden Kunden muß das Dienstleistungspaket Vermögensverwaltung anders geschnürt werden, um einen maximalen Mehrwert zu erwirtschaften.

## 6

### Literaturverzeichnis

- Aichinger, Christian (1995): Stellenwert der Portfoliomanager-Klienten-Beziehung bei Privat- und Firmenkunden. In: Cramer, Jörg; Rudolph, Bernd: Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt/M 1995, S. 100-113
- Albach, Horst (1988): Kosten, Transaktionen und externe Effekte im betrieblichen Rechnungswesen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 11/1988, S. 1143-1170
- Bank für internationalen Zahlungsausgleich (1998): Jahresbericht 1997/98
- Baumann, Bernd (1993): Offene Gesellschaft, Marktprozeß und Staatsaufgaben. Möglichkeiten und Grenzen ökonomischer Theorien zur Erklärung der Funktionsweise offener Sozialsysteme und zur Legitimation staatlichen Handelns in offenen Gesellschaften. Baden-Baden 1993
- Baur, Cornelius (1990): Make-or-Buy-entscheidungen in einem Unternehmen der Automobilindustrie. Empirische Analyse und Gestaltung der Fertigungstiefe aus transaktionskostentheoretischer Sicht. München 1990
- Betge, Peter (1996): Bankbetriebslehre. Berlin/Heidelberg/New York 1996
- Blattner, Niklaus; Gratzl, Benedikt; Kaufmann, Tilo (1996): Das Vermögensverwaltungsgeschäft der Banken in der Schweiz. Bern/Stuttgart/Wien 1996
- Bohr, Kurt (1996): Economies of Scale und Economies of Scope. In: Kern, Werner; Schröder, Hans-Horst; Weber, Jürgen (Hrsg.): Handwörterbuch der Produktionswirtschaft. 2. völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1996, Sp. 375-386
- Bössmann, Eva (1983): Unternehmen, Märkte, Transaktionskosten. Die Koordination ökonomischer Aktivitäten. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 12. Jg., 1983, S. 105-111
- Brandenberger, Susanne (1995): Investment Engineering. Intermediation und Produktgestaltung in der Vermögensverwaltung. Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 197, Bern/Stuttgart/Wien 1995
- Breig, Hildegard (1991): Zum Informationsgehalt von Finanzmarkt- und Konjunkturprognosen. In: Finanzmarkt und Portfolio Management, Jg. 5, 1991, Nr. 1, S. 62-75

- Breuer, Wolfgang (1993): Finanzintermediation im Finanzmarktgleichgewicht. Wiesbaden 1993
- Breuer, Wolfgang (1994): Finanzintermediation und Wiederverhandlungen. In: Kredit und Kapital, Heft 2/1994, S. 291-309
- Breuer, Wolfgang (1995): Finanzintermediation und Reputationseffekte. In: Kredit und Kapital, Heft 4/1995, S. 516-534
- Brunner, Guido F. (1987): Die Vermögensverwaltung deutscher Kreditinstitute im Privatkundengeschäft. Europäische Hochschulschriften, Bd. 826, Frankfurt/M 1987
- Budäus, Dietrich (1988): Theorie der Verfügungsrechte als Grundlage der Effizienzanalyse öffentlicher Regulierung und öffentlicher Unternehmen? Diskussionsbeiträge zur Führung privater und öffentlicher Organisationen, Nr. 8, Hamburg 1988
- Büschgen, Hans E. (1994): Bankbetriebslehre. 3. vollst. neubearb. u. erw. Aufl., Stuttgart/Jena 1994
- Czepliwicz, Methew; Zanchi, Marco (1997): Selbst die größten müssen ihre Strategie überdenken. In: Finanz und Wirtschaft, 10.12.1997, S. 27
- Dorow, Wolfgang (1984): Märkte, Unternehmungen und ökonomische Effizienz - Bemerkungen zu Grundproblemen der „New Institutional Economics“. Arbeitspapier des Instituts für Unternehmensführung der FU Berlin, Nr. 50/84, Berlin 1984
- Drazin, R.; Van de Ven, A. (1985): Alternative Forms of Fit in Contingency Theory. In: Administrative Science Quarterly, 30. Jg., 1985, S. 514-516
- Drosdowski, Günther u.a. (Hrsg.) (1982): Duden. Bd. 5, Das Fremdwörterbuch, 4. neu bearb. u. erw. Aufl., Mannheim/Wien/Zürich 1982, S. 352
- Ebers, Marc; Gotsch, Wilfried (1993): Institutionenökonomische Theorien der Organisation. In: Kieser, Alfred (Hrsg.): Organisationstheorien. Stuttgart/Berlin/ Köln 1993, S. 193-250
- Feislachen, Heinz-Egon (1997): Neue Impulse für den Standort Schweiz. In: Handelsblatt, 10.12.1997, S. 19
- Fleischmann, Michael S. (1996): Einkommensteuerliche Behandlung von Gewinnen aus Veräußerung von Floating Rate Notes, die im steuerlichen Privatvermögen gehalten werden. In: Der Betrieb, Heft 51/52, 20.12.1996, S. 2579-2582

- Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995): Finanzintermediation. In: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. 2. überarb. u. erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 727-735
- Gümbel, R. (1985): Handel, Markt und Ökonomik. Wiesbaden 1985
- Hanker, Jens (1990): Die strategische Bedeutung der Informatik für Organisationen. Industrieökonomische Grundlagen des Strategischen Informatikmanagements. Stuttgart 1990
- Hartmann-Wendels, Thomas; Pfingsten, Andreas; Weber, Martin (1998): Bankbetriebslehre. Berlin/Heidelberg/New York 1998
- Hellwig, M. (1991): Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance. In: Giovannini, A.; Mayer, C. (Hrsg.): European Financial Integration. Cambridge 1991, S. 35 ff.
- Hill, Wilhelm; Fehlbaum, Raymond; Ulrich, Peter (1981): Organisationslehre. 3. Aufl., Bern/Stuttgart 1981
- Hoffmann, Friedrich (1985): Umweltorientierte Strukturtypen. Eine theoretisch-empirische Analyse zur Umweltausrichtung durch organisatorische Maßnahmen. In: Ulrich, H.; Probst, G.: Unternehmensorganisation. Entwicklung in Theorie und Praxis. Bern/Stuttgart 1985, S. 19-30
- Hoffmann, Friedrich (1981): Organisations-Umwelt-Beziehungen in der Organisationsforschung. In: Kieser, Alfred: Organisationstheoretische Ansätze. München 1981, S. 185-200
- Hönsch, Christiane (1998): Vermögens-Verwalter: Jetzt braucht jeder die Lizenz. In: Das Wertpapier, 9/1998, 23.04.1998, S. 76-77
- Ihde, Gösta B. (1988): Die relative Betriebstiefe als strategischer Erfolgsfaktor. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 1/1988, S. 13-23
- Jarchow, Hans-Joachim (1990): Theorie und Politik des Geldes. Bd. I: Geldtheorie, 8. überarb. u. erg. Aufl., Göttingen 1990
- Kaserer, Christoph; Pfau, Stefan (1993): Performance deutscher Aktienfonds. In: Die Bank, 10/1993, S. 596-600
- Kieser, Alfred (1981): Klassische Organisationslehre, empirische Organisationsforschung und Organisationspraxis. In: Kieser, Alfred: Organisationstheoretische Ansätze. München 1981, S. 201-214

- Kieser, Alfred; Segler, Tilman (1981): Quasi-mechanistische situative Ansätze. In: Kieser, Alfred: Organisationstheoretische Ansätze. München 1981, S. 173-184
- Kiwit, Daniel (1994): Zur Leistungsfähigkeit neoklassisch orientierter Transaktionskostenansätze. Jena 1994
- Martin, Frank (1994): Wettbewerbliche Neuorientierung von Kreditgenossenschaften. Eine Betrachtung unter besonderer Berücksichtigung transaktionskostenökonomischer Überlegungen zum Finanzverbund. Berlin 1994
- Michaelis, Elke (1985): Organisation unternehmerischer Aufgaben - Transaktionskosten als Beurteilungskriterium. Frankfurt/Bern/New York 1985
- Müller-Hagedorn, Lothar (1990): Zur Erklärung der Vielfalt und Dynamik der Vertriebsformen. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Heft 6/1990, S. 451-466
- Narat, Ingo (1997a): Langweilig, aber erfolgreich. In: Handelsblatt, 16.07.1997, S. 25
- Narat, Ingo (1997b): Die Anti-Helden. In: Handelsblatt, 16.07.1997, S. 25
- Narat, Ingo (1997c): Index ist für viele Profis eine zu hohe Hürde. In: Handelsblatt, 22./23.08.1997, S. 27
- Narat, Ingo (1997d): Mythos vom Fondsmanager. Der Kampfpilot. In: Handelsblatt, 22./23.08.1997, S. 27
- North, Douglas C. (1978): Structure and Performance: The Task of Economic History. In: Journal of Economic Literature, Jg. 16, 1978, S. 963-978
- Oertmann, Peter (1996): Lassen sich Aktienkurse prognostizieren? Neue Ergebnisse zu einer alten Streitfrage. Tagungsunterlagen zur Tagung „Fit for Finance“ am 17. April 1996 in Frankfurt/M
- O.V. (1994): Die Analysten verhalten sich opportunistisch. Prognosen schreiben den aktuellen Kursverlauf einfach fort. In: FAZ, 29.06.1994
- O.V. (1997a): Vollständige Verschmelzung des Bankvereins mit der UBS. In: Neue Zürcher Zeitung, Internationale Ausgabe, 09.12.1997, S. 9
- O.V. (1997b): Helaba Invest erwartet Kursgewinne für Aktien in Kontinentaleuropa. In: FAZ, 05.12.1997, S. 32
- O.V. (1998a): Auf dem Sprung. In: Managermagazin, Juli 1998, S. 140-150

- O.V. (1998b): Anstieg des DAX schlägt Aktientips aller Banken. In: Süddeutsche Zeitung, 24.06.1998, S. 29
- O.V. (1998c): Zu Unrecht vernachlässigte Index-Fonds. Ein überzeugendes Konzept vermag sich nicht durchzusetzen. In: Neue Zürcher Zeitung, internationale Ausgabe, 13.07.1998, S. 8
- O.V. (1998d): BIZ warnt vor Aktiencrash und Sturz des Dollars. In: Handelsblatt, 09.06.1998, S. 25
- Pay, Diana de (1989): Die Organisation von Innovationen. Ein transaktionskostentheoretischer Ansatz. Wiesbaden 1989
- Pechlaner, Harald (1993): Private Banking. Eine Wettbewerbsanalyse des Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsmarktes in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Chur/Zürich 1993
- Pennings, J. (1975): The Relevance of the Structural-Contingency Model for Organizational Effectiveness. In: Administrative Science Quarterly, 20. Jg., 1975, S. 393-410
- Picot, Arnold (1982): Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie. Stand der Diskussion und Aussagewert. In: Die Betriebswirtschaft, 42. Jg., 1982, S. 267-284
- Picot, Arnold (1985): Transaktionskosten. In: Die Betriebswirtschaft, 45. Jg., 1985, S.
- Picot, Arnold (1986): Transaktionskosten im Handel. In: Betriebsberater, Beilage 13/1986 zu Heft 27/1986, S. 1-16
- Priewasser, Erich (1998): Bankbetriebslehre. 6. erw. Aufl., München/Wien 1998
- Rehkugler, Heinz (1995): Kurs- und Renditeprognose-Systeme. In: Cramer, Jörg; Rudolph, Bernd: Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt/M 1995, S. 384-393
- Richter, Rudolf (1991): Institutionenökonomische Aspekte der Theorie der Unternehmung. In: Ordeltjeide, Dieter; Rudolph, Bernd; Büselmann, Elke (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie. Stuttgart 1991, S. 395-429
- Richter, Rudolf; Furubotn, Eirik (1996): Neue Institutionenökonomik. Eine Einführung und kritische Würdigung. Tübingen 1996

- Rupf, Wolfgang (1995): Anforderungen an einen gesamthaften Vermögensberatungsansatz. In: Cramer, Jörg; Rudolph, Bernd: Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt/M 1995, S. 291-296
- Sauter, Franz (1985): Transaktionskostentheorie der Organisation. Betriebswirtschaftliche Forschungsbeiträge, Bd. 14, München 1985
- Schierenbeck, Henner; Hölscher, Reinhold (1993): Bank assurance: institutionelle Grundlagen der Bank- und Versicherungslehre. 3. unveränd. Auflage, Stuttgart 1993
- Schneider, Dieter (1985): Die Unhaltbarkeit des Transaktionskostenansatzes für die „Markt oder Unternehmung“-Diskussion. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 12/1985, S. 1237-1254
- Schreyögg, Georg (1978): Umwelt, Technologie und Organisationskultur. Eine Analyse des kontingenztheoretischen Ansatzes. Stuttgart 1978
- Schwaiger, Anton (1995): Vermögensverwaltung inkl. Vermögensverwaltungsgesellschaft. In: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. 2. überarb. u. erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1891-1899
- Segler, Tilman (1981): Situative Organisationstheorie. Zur Fortentwicklung von Konzept und Methode. In: Kieser, Alfred: Organisationstheoretische Ansätze. München 1981, S. 227-272
- Simon, H. A. (1957): Models of Man - Social and Rational. New York 1957
- Solenthaler, Erich (1997): Dem Finanzplatz Schweiz mangelt es an Diskretion. In: Finanz und Wirtschaft, 16.08.1997, S. 22
- Staehele, Wolfgang (1981): Deutschsprachige situative Ansätze in der Managementlehre. In: Kieser, Alfred: Organisationstheoretische Ansätze. München 1981, S. 215-226
- Steiner, Manfred; Tebroke, Hermann-Josef (1995): Entwicklung von Anlagestrategien. In: Cramer, Jörg; Rudolph, Bernd: Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt/M 1995, S. 306-324
- Steiner, Manfred; Wittrock, Carsten (1994): Timing-Aktivitäten von Aktieninvestmentfonds und ihre Identifikation im Rahmen der externen Performance-Messung. Eine theoretische und empirische Untersuchung der Leistungen von Investmentfonds. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), 64. Jg., 1994, Heft 5, S. 593-618



- Theuvsen, Ludwig (1997): Interne Organisation Transaktionskostenansatz. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 9/1997, S. 971-996
- Thünen, Johann Heinrich von (1817): Über die Einführung eines Kreditsystems in Mecklenburg und über die Bestimmung des Pfandwertes der mecklenburgischen Landgüter. In: Lorenz, F. C. K. (Hrsg.): Neue Annalen der Mecklenburgischen Landwirtschafts-Gesellschaft, Rostock, 4. Jg., 1817, S. 401-541
- Tietzel, Manfred (1981): Die Ökonomie der Property Rights: Ein Überblick. In: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 30. Jg., 1981, S. 207-243
- Tippl, Thomas (1991): Strategische Geschäftsfeldanalyse für den österreichischen Vermögensverwaltungsmarkt. Schriftenreihe des Instituts für Kreditwirtschaft, Bd. 32, Wien 1991
- Twickel, John Freiherr von (1995): Die Vermögensstrukturanalyse. In: Cramer, Jörg; Rudolph, Bernd: Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt/M 1995, S. 297-305
- Walz, Hartmut (1991): Unabhängiger Vertrieb von Finanz- und Vorsorgedienstleistungen für private Kunden in der Bundesrepublik Deutschland. Eine Analyse unter dem Transaktionskostenaspekt. Mannheim 1991
- Wellmann, Udo (1996): Sind Reverse Floater Kursdifferenzpapiere? Ihre Besteuerung im Privatvermögen. In: Deutsche Steuerzeitung, 1996, Nr. 11, S. 329-330
- Wellmann, Udo (1997): Währungsgewinne im Privatvermögen. In: Deutsche Steuerzeitung, 1997, Nr. 8, S. 253-255
- Wicke, Jan Martin (1997): Individuelle Vermögensverwaltung für Privatkunden. Konzepte für das Management von Vermögensverwaltungs-Gesellschaften. Wiesbaden 1997
- Williamson, Oliver E. (1993): Transaktionskostenökonomik. Münster/Hamburg 1993
- Windsperger, Josef (1983): Transaktionskosten in der Theorie der Firma. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 9/1983, S. 889-903
- Winsperger, Josef (1987): Zur Methode des Transaktionskostenansatzes. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 1/1987, S. 59-76
- Woernle, Günter (1978): Die Privatbankiers in der Schweiz. Bastion der Vermögensverwaltung. Genf 1978

## Sofia Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse

*Die Beiträge können gegen Rechnung per e-mail [bizer@fbsuk.fh-darmstadt.de] oder per Post von den Autoren bezogen werden [Sofia, Haardtring 100, 64295 Darmstadt].*

- Martin Führ: Rationale Gesetzgebung - Systematisierung der Anforderungen und exemplarische Anwendung, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 98-1.
- Martin Führ: Das Gebot gegenseitiger Rücksichtnahme – Renaissance eines Rechtsprinzips, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 98-2.
- Kilian Bizer: Individuelles Verhalten, Institutionen und Responsives Recht, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 98-3.
- Markus Spiwoks: Intermediationstheorie der Vermögensverwaltung – Verstärkte Kundenbindung durch Berücksichtigung individueller Transaktionskosten, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 98-4.
- Kilian Bizer: Voluntary Agreements - cost effective or just flexible to fail?, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 98-5.