

## Editorial

Die Herausgeber der Zeitschrift und die Vertreter des Verlags wünschen allen Lesern und Autoren ein erfolgreiches und gesundes Neues Jahr 2007! Wir werden auch im neuen Jahr wieder gerne all unser Engagement dareinsetzen, die Zeitschrift inhaltlich abwechslungsreich und wissenschaftlich attraktiv zu gestalten. Wir freuen uns auf die Zusammenarbeit mit den Autoren und Lesern, die uns bei diesem Vorhaben unterstützen.

Das Januar-Heft der Zeitschrift, das Sie gerade in Händen halten, enthält vier Beiträge aus den Bereichen der Bankwirtschaft, Wirtschaftsprüfung, Kapitalmarktforschung und anreizorientierter Vergütungssysteme. Der Beitrag aus der Bankwirtschaft zum ganzheitlichen Risikomanagement für Mittelständler ist von einem Praktiker verfasst, der dem Vorstand der Dresdner Bank AG angehört. Die Abhandlung zu anreizorientierten Vergütungssystemen diskutiert den State of the Art jüngerer Beiträge zu diesem Bereich der wissenschaftlichen Forschung. Die übrigen beiden Beiträge gehören zur Kategorie der Forschung. Damit präsentiert dieses Heft eine Mischung von Arbeiten aus allen drei Rubriken, Praxis, Forschung sowie State of the Art, die erklärtermaßen das Spektrum der Zeitschrift für Betriebswirtschaft ausmachen sollen.

## Ganzheitliches Risikomanagement für Mittelständler

*Georgi* befasst sich in seinem Praktikerbeitrag aus der Bankwirtschaft mit den Gründen, die ein ganzheitliches Risikomanagement für Mittelständler, Gewerbetreibende und Freiberufler erforderlich machen, und weist zugleich auf Instrumente hin, mit deren Hilfe dieses Risikomanagement durch mittelständige Unternehmer vorgenommen werden kann. Die Notwendigkeit einer ganzheitlichen Vermögensbetrachtung, die sich in den Überlegungen und bewussten Entscheidungen des Unternehmers niederschlägt, wie viel Eigenkapital bzw. Vermögen er ins Unternehmen geben bzw. für andere private Anlagezwecke verwenden soll, resultiert aus dem Postulat, Klumpenrisiken zu vermeiden, die sich bei separater Betrachtung von geschäftlichen und privaten Vermögensanlagen einstellen können. Die ganzheitliche Ausrichtung des Risikomanagements verlangt nach einer optimalen Gestaltung der Vermögens- und Finanzierungsstruktur. Hierin sieht der Verfasser Analogien zum Bankgeschäft, welches permanent darum besorgt ist, hinreichend großes Risikokapital zur Verfügung zu haben, um die beabsichtigten ertragreichen Bankgeschäfte auch tätigen zu können. Ein solcher Risikoabgleich ist insbesondere für mittelständige Unternehmen in Deutschland wichtig, die im internationalen Vergleich mit einer durchschnittlichen Eigenkapitalquote von 8% eine erhebliche Lücke in der Eigenkapitalausstattung aufweisen und damit unter westlichen Industrienationen auf dem letzten Platz rangieren. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass für die Insolvenz mittelständiger Unternehmen in Deutschland in den letzten Jahren oft die Folgeinsolvenz aufgrund Forderungsausfalls maßgeblich war. Diese Defizite können nur durch ein planvolles Liquiditäts- und Forderungsmanagement behoben werden. Hierbei können nach Ansicht des Verfassers Banken und Versicherungen durch eine integrierte Beratung unterstützend helfen, indem Sie entsprechende Finanzprodukte bereitstellen, die den Erwartungen der

mittelständigen Unternehmer an ein ganzheitliches Risikomanagement der privaten und geschäftlichen Sphäre gerecht werden.

## Überlegungen zur Dritthaftung von Wirtschaftsprüfern

*Bigus* und *Schäfer* untersuchen in ihrer rechtsökonomischen Analyse, in welcher Form und welcher Höhe es eine Haftung von Wirtschaftsprüfern für Vermögensschäden der Anleger am Primär- bzw. Sekundärmarkt gehandelter Aktien geben soll, wenn ein fehlerhaftes Testat zur Überbewertung des Unternehmens führt. Im Hinblick auf diese Haftungsnotwendigkeit und -ausgestaltung sehen die Autoren ein höheres Schutzbedürfnis uninformatierter Anleger am Primärmarkt gegenüber dem Sekundärmarkt. Dabei wird der Primärmarkt inhaltlich in der Weise gefasst, dass die Anleger in diesem Fall erstmals Aktien eines Unternehmens im Rahmen eines Börsengangs kaufen können, insofern also alle Anleger auf der Käuferseite stehen und bei der Überbewertung des Unternehmens einen Vermögensschaden erleiden. Am Sekundärmarkt, d.h. beim Handel mit bereits börsennotierten Anteilen eines Unternehmens, können uninformierte Anleger sowohl Käufer als auch Verkäufer überteuerter Aktien sein und infolgedessen durch ein fehlerhaftes Testat einen Schaden erleiden oder aber einen Gewinn erzielen. Insofern plädieren die Verfasser analog den Regelungen des Vertrags- und Deliktsrechts für eine einfache Fahrlässigkeitshaftung der Wirtschaftsprüfer am Primärmarkt. Dieselbe Forderung für den Sekundärmarkt würde – wie die Autoren durch ihre analytischen Ausführungen einleuchtend herausarbeiten – zu einer Übermaßhaftung der Wirtschaftsprüfer führen, was schließlich eine übermäßige Anstrengung der Prüfer bei der Anlegung ihrer Sorgfalt implizieren würde und eine unerwünschte Überabschreckung zur Folge hätte. Die modellmäßige Untersuchung optimaler Sorgfaltsanreize am Primär- bzw. Sekundärmarkt geschieht vor dem Hintergrund der Fallunterscheidungen, ob im Hinblick auf die Erreichung eines effizienten Sorgfaltsniveaus des Wirtschaftsprüfers eine Haftung bei leichter Fahrlässigkeit unter präzisen bzw. unpräzisen Prüfungsstandards vorgesehen werden soll. Wie die marginalanalytischen Betrachtungen zeigen, kann dabei an beiden Märkten eine Übermaßhaftung eintreten, die vermieden werden soll. Sie lässt sich durch Präzisierung der Berufsstandards, Begrenzung des Schadenersatzes sowie die Herabsetzung des Verschuldensmaßstabs auf den Fall der groben Fahrlässigkeit mildern. Am Sekundärmarkt sollte die Haftung auf den saldierten Schaden der uninformatierten Anlegergemeinschaft beschränkt sein, wobei Umverteilungseffekte zwischen den Anlegern herausgerechnet werden. Im Prinzip wird dadurch die Haftung nach dem Nettoprinzip auf den Wohlfahrtsverlust infolge von Ressourcenschäden begrenzt. Dagegen scheint für den Primärmarkt eine Dritthaftung bei leichter Fahrlässigkeit gemäß dem Vertrags- und Deliktsrecht ökonomisch sinnvoll. Die gefundenen Ergebnisse werden durch die Diskussion spieltheoretischer Modelle, die zu diesen Sachverhalten in der einschlägigen Literatur publiziert sind, plausibilisiert. Ergänzt werden die Erörterungen durch einen Überblick über die Rechtslage zur Dritthaftung an Sekundär- und Primärmärkten in Deutschland, Großbritannien und den USA. Der von den Autoren betrachtete Effekt der Übermaßhaftung ist in dieser Form bislang theoretisch und methodisch kaum untersucht worden.

## Performancebeitrag deutscher Aktienfonds

Auf der Grundlage in der Literatur formulierter Modelle zur Bewertung des Leistungsbeitrags von Aktienfonds sowie der Modellierung von Investmentstilen – Investition in Wachstumsaktien kleiner Firmen, Anlage in Wertaktien von Großunternehmen oder Investition in Geldpapiere mit aktuell hohen Kursaufschwüngen – und deren Timing versucht *Stotz* die Performance deutscher Aktienfonds unter besonderer Berücksichtigung des Investmentstils zu bewerten. Dabei stehen im Wesentlichen drei Fragestellungen im Mittelpunkt des Interesses: Wird das Vier-Faktoren-Modell von *Carhart*, welches explizit auf die verschiedenen Investmentstile zurückgreift, andere Ergebnisse zur Leistungsfähigkeit der deutschen Aktienfonds hervorbringen als das Ein-Faktoren-Modell von *Jensen*? Gibt es einen Zusammenhang zwischen dem Investmentstil und der Performance des Aktienfonds? Und kann durch das Timing der Investmentstile die Performance der Fonds verbessert werden? Im Hinblick auf diese Fragestellungen werden von 141 deutschen Aktienfonds die Monatsergebnisse im Zeitraum Dezember 1989 bis August 2005 mit Hilfe von sechs verschiedenen Performancemodellen auf ihre Leistungsfähigkeit hin empirisch überprüft. Dabei lassen sich diese Fonds noch einmal in zwei Untergruppen aufteilen, je nachdem ob sie aktiv (129 Fonds) oder im Sinne von Indexfonds passiv (12 Fonds) gemanagt werden. Die Ergebnisse der empirischen Studie sind beachtlich. Die risikoangepasste Minderleistung der Aktienfonds lag in der untersuchten Zeitperiode bei 1,3 bis 1,9 Prozent pro Jahr. Aufgrund der hohen Verwaltungsgebühren weisen aktive Fonds gegenüber passiv verwalteten Fonds keine besseren Ergebnisse auf. Anlagen in kleine Wachstumsunternehmen mit starken Kursaufschwüngen bringen einen positiven risikoangepassten Ertrag; als Begründung dafür wird angeführt, dass diese Aktien wegen der Nichtbeachtung durch Analysten preismäßig weitgehend unterbewertet sind. Die Investition in hohe Werte traditioneller Großunternehmungen erbringt eine geringere Performance als der Durchschnitt. Durch das Timing des jeweiligen Investmentstils können keine besseren Leistungen erzielt werden. Das Ein-Faktoren-Modell erbringt gegenüber dem Vier-Faktoren-Modell keine signifikanten Unterschiede in der Leistungsbeurteilung. Als Daumenregel ergibt sich hieraus für den interessierten Privatanleger, passive Index-Fonds zu preferieren und die Ausübung eines speziellen Markttings selbst vorzunehmen.

## Leistungsanreize aktienkursorientierter Vergütungsinstrumente

In dem Übersichtsbeitrag von *Arnold* und *Gillenkirch* wird anhand einer Diskussion des State of the Art der Frage nachgegangen, inwieweit die in jüngerer Zeit in der Literatur veröffentlichten Arbeiten über Leistungsanreize aktienkursorientierter Vergütungsinstrumente eher für einen effizienten Leistungsanreiz durch Aktien oder Optionen sprechen. Die vorgetragenen Ergebnisse neuerer Veröffentlichungen werden von den Autoren im Hinblick auf die methodischen und analytischen Erkenntnisse der Prinzipal-Agenten-Theorie überprüft. Dabei steht insbesondere die Frage im Vordergrund, inwieweit bestimmte Annahmen im Grundmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie für die abgeleiteten Ergebnisse verantwortlich sind. Innerhalb des Spektrums der Motive für aktienkursorientierte

Vergütungssysteme konzentrieren sich die Autoren bei ihrem Überblick im Wesentlichen auf die Fragestellung, inwieweit durch die jeweiligen Anreizinstrumente auch tatsächlich eine Verhaltenssteuerung im Sinne einer verbesserten Arbeitsleistung der Manager erzielt werden kann. Neben diesen Überlegungen werden zudem Betrachtungen zur Haftungs- und Reichtumsbeschränkung der Manager als institutionelle Rahmenbedingungen mit einbezogen, um darüber Erkenntnisse über die entsprechend begründete Höhe der Basisbreite von Optionen zu erhalten. Unter den üblicherweise im Grundmodell der Prinzipial-Agenten-Theorie gemachten Annahmen über die Nutzenfunktion des Agenten, die Aktienkursverteilungen und die davon ausgehende Beeinflussung des Agenten lässt sich zeigen, dass Optionen im Vergleich zu Aktien ineffiziente Anreizinstrumente darstellen. Betrachtet man dagegen zudem Haftungsbeschränkungen oder -erweiterungen bei den Managern, so sind Optionen das bessere Anreizinstrument, wobei hohe Basispreise nur durch Haftungsbeschränkungen gerechtfertigt werden können bzw. Haftungserweiterungen durch niedrigere Basispreise kompensiert werden müssen. Aus der Sicht der Aktionäre stellen Optionen das bessere Anreizinstrument dar, wenn es um die positiven Auswirkungen auf die Investitions- und Finanzentscheidungen des Managements geht.

## Das Februar-Heft

Im nächsten Heft werden zwei Beiträge zum Abdruck gelangen, die aus den Bereichen der Rechnungslegung und der Finanzierung kommen. Eine weitere Arbeit ist ein Übersichtsaufsatz zum Wissensmanagement. Fünf weitere Beiträge beinhalten Anmerkungen und Repliken zu Arbeiten, die zuvor in dieser Zeitschrift erschienen sind.

Mit der Periodisierung von Erfolgskomponenten zur Steuerung langfristiger Aufträge befassen sich *Arnegger* und *Hofmann*.

*Buch* und *Dorfleitner* vergleichen in ihrem Beitrag die Sicherheitsäquivalentmethode und die Risikoanalyse als Methoden zur Bewertung risikobehafteter Zahlungsströme.

Zu einem Aufsatz über Rendite und Kapitalkosten von *Laitenberger*, der in Heft 1 des Jahres 2006 in dieser Zeitschrift veröffentlicht worden ist, wird eine Anmerkung von *Kern* und *Mölls* und die entsprechende Replik von *Laitenberger* abgedruckt.

Diskussionsbeiträge und Antworten von *Thielemann* und *Weibler* sowie von *Albach* zum Beitrag von *Albach* über „Betriebswirtschaftslehre ohne Unternehmensethik!“, der in Heft 9 des Jahres 2005 dieser Zeitschrift veröffentlicht worden ist, bilden einen weiteren Block von Stellungnahmen zu Publikationen der ZfB.

*Helm*, *Meckl* und *Sodeik* nehmen in ihrem Übersichtsbeitrag eine Systematisierung der Erfolgsfaktoren von Wissensmanagement auf der Basis der bisherigen empirischen Forschung vor.

Günter Fandel  
Editor-in-Chief