

DIE OPTION ZU BETRÜGEN

diese aber wurden in der Scientific Community sehr kontrovers diskutiert.»

«ERSCHRECKEND AKTUELL»

Die historische Forschung ist für Bernhard Küchenhoff nicht einfach ein Steckenpferd, ein Luxus, den er sich neben der klinischen Arbeit leistet. Sie spielt gerade im Alltag eine wichtige Rolle. Denn der Blick zurück schärft die Wahrnehmung der Gegenwart: «Ich will nicht Richter über die Vergangenheit sein – im Gegenteil – der Blick des Historikers fördert die eigene Bescheidenheit», sagt der Psychiater, «er erlaubt es, einen Schritt zurückzutreten, zu reflektieren, was man hier und jetzt tut, und kann so helfen, die eigene Tätigkeit nicht zu überschätzen.» Zudem würden eugenische Vorstellungen auch heute wieder erschreckend aktuell – etwa in der humangenetischen Beratung von Familien mit einer Veranlagung zu einer Krankheit, bei der gegenwärtigen Diskussion über das Klonen und bei dem höchst problematischen Thema der Selektion in der Präimplantationsdiagnostik.

Der Blick in die Vergangenheit kann solchen Debatten eine neue, kritische Dimension geben. Weil ihm dieses historische Bewusstsein so wichtig ist, hofft Bernhard Küchenhoff auch, dass das geschlossene Museum an seiner Klinik wieder eröffnet werden kann: «Die Geschichte darf am Burghölzli nicht ausgelagert werden.» Da ist sich der Psychiater ganz sicher.

KONTAKT Dr. med. Bernhard Küchenhoff, Psychiatrische Universitätsklinik Zürich, bernhard.kuechenhoff@puk.zh.ch

ZUSAMMENARBEIT Prof. Regina Wecker, Historisches Seminar der Universität Basel

FINANZIERUNG Das im Text erwähnte Forschungsprojekt wird durch den Schweizer Nationalfonds im Rahmen des Projektes 51 «Integration und Ausschluss» unterstützt.

Das Ideal des aufrichtigen Managers ist passé. Die Zürcher Finanzmarktökonominnen Rajna Gibson-Asner und Marc Chesney zeigen, welche Anreize es braucht, damit Manager ehrlich bleiben. Von Thomas Gull

Die Skandale haben Schlagzeilen gemacht: Enron, Vivendi, Parmalat oder Worldcom. Firmen, deren Management die Geschäftszahlen manipuliert hat. Die Betrügereien in den grossen Firmen haben die Finanzwelt erschüttert. Denn die unseriösen Geschäftspraktiken schaden nicht nur den betroffenen Firmen selbst, sie untergraben auch das Vertrauen der Investoren.

Was tun, um die Manager künftig daran zu hindern, die Bilanzen zu fälschen? Völlig vermeiden lassen sich Missbräuche nie, konstatieren Rajna Gibson-Asner und Marc Chesney, Professoren am Swiss Banking Institute: «Wenn die Manager überhaupt keine Moral haben, nützt alles nichts.» Doch so pessimistisch sind Gibson-Asner und Chesney nicht. Sie gehen davon aus, dass das Verhalten der Manager gesteuert werden kann. «Wir fragten uns: Gibt es eine Verbindung zwischen der Neigung der Manager, sich betrügerisch zu verhalten, und der Art und Weise, wie sie entschädigt werden?» erklärt Rajna Gibson-Asner. Die beiden Zürcher Finanzmarktspezialisten haben deshalb ein theoretisches Modell entwickelt, das erlaubt, die Wirkungen der Anreize verschiedener Entschädigungsformen zu studieren.

DER REIZ DES BETRUGS

Die erstaunlichen Ergebnisse ihrer Arbeit werden im Paper mit dem Titel «Stock Options and Managers' Incentives to Cheat» publiziert. Für ihre Untersuchung haben Chesney und Gibson-Asner die Options-Theorie adaptiert, die sonst verwendet wird, um den Wert von Optionen einzuschätzen. Die Anwendung einer gebräuchlichen Theorie auf eine neue Fragestellung gehöre zur Originalität ihres Projektes, streichen die beiden Forscher heraus. «Unser Modell geht davon aus, dass jeder Manager die Wahl hat zwischen rechtschaffenem und betrügeri-

schem Verhalten», erklärt Gibson-Asner, «wir versuchten herauszufinden, wann der unehrliche Manager von der Legalität in die Illegalität wechselt und was ihn dazu bewegt.» Das Modell von Gibson-Asner und Chesney arbeitet mit verschiedenen Parametern. Dazu gehören unter anderem wie viele Stock Options ein Manager erhält. Die Effizienz der Justiz, die Korruptionskosten oder der Verlust des guten Rufes des Managers. Wie Gibson-Asner und Chesney zeigen, erhöht die gängige Praxis, Manager mit Optionen – Kaufrechte für Aktien – zu entlohnen, den Anreiz zu betrügen. Manager werden mit solchen Kaufrechten auf die Aktien der eigenen Firma entschädigt, um die Ziele der Aktionäre und des Managements in Einklang zu bringen. Denn damit haben beide Parteien letztlich ein Interesse an einem steigenden Aktienkurs. Bisher wurde diese Form der Entschädigung als idealer Anreiz gepriesen, der die Manager zu Höchstleistungen anspornt.

Grundsätzlich funktioniert dieses Modell, konzedieren Chesney und Gibson-Asner. Wie sie jedoch zeigen, kann diese Form der Entlohnung die Manager auch dazu verleiten zu betrügen. Diese Versuchung ist dann besonders gross, wenn das Unternehmen in Schwierigkeiten ist oder die Aktienkurse generell unter Druck sind. «Die unehrlichen Manager manipulieren die Bilanzen der Firma und üben dann ihre Optionen aus. Dabei profitieren sie vom überhöhten Kurs der Aktien, der eine Folge ihrer Manipulation ist», erklärt Chesney den Mechanismus. Wenn der Betrug aufgedeckt wird, stürzen dann in der Regel die Aktienkurse ab. Den Schaden tragen die Aktionäre, während der Manager seinen Profit im Trockenen hat. Die 2005 in den USA von Johnson/Ryan/Tian durchgeführte empirische Studie «Executive Compensation and Corporate Fraud» hat ge-



Sinken die Kurse, steigt die Gefahr, dass Manager Bilanzen manipulieren.

zeigt, dass eine positive Relation besteht zwischen der Tatsache, dass die Manager mit Optionen und Aktien entschädigt werden, und der Wahrscheinlichkeit, dass bei der Buchhaltung geschummelt wird.

DIE WAHRSCHEINLICHKEIT, ERWISCHT ZU WERDEN. Bevor er sich jedoch illegal verhält, macht der Manager eine Risikoanalyse. Er schätzt ab, wie gross die Wahrscheinlichkeit ist, dass der Betrug aufgedeckt wird, und welches die Kosten sind, wenn dieser Fall eintritt. Bei der Steuerung der Anreize müssen deshalb die Risiken und Kosten eines Betrages möglichst hoch angesetzt werden. Ein entscheidender Faktor ist die Effizienz der Justiz. Wenn der Manager damit rechnen muss, dass sein Vergehen entdeckt und bestraft wird, sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass er sich illegal verhält. Deshalb seien die Prozesse in den USA wichtig, sagt Gibson-Asner, «sie haben abschreckende Wirkung.»

Die Firmen können das Verhalten der Manager jedoch auch steuern. Beispielsweise indem sie sie mit Aktien statt mit Optionen entschädigen, auch dies ist ein Ergebnis der Studie von Chesney und Gibson-Asner. Die beiden Professoren studieren zudem eine «Ehrlichkeitsprämie», die eigentlich ein Bestrafungsinstrument für betrügerische Manager ist. Die Manager sollen verpflichtet werden, auf ihren Namen Put-Optionen für die Aktionäre herauszugeben. Diese Optionen erlauben den Aktionären, ihre Aktien zu einem festgesetzten Preis zu verkaufen. Sie würden aktiviert, wenn der Manager betrügerischer Machenschaften überführt wird. Der Manager müsste die Aktien kaufen und die Differenz zwischen dem garantierten Preis und dem Kurswert übernehmen. Die Praktikabilität dieses Vorschlages müsse jedoch noch überprüft werden, schränkt Gibson-Asner ein. Der Ratsschlag, Manager in Aktien statt in Optionen zu entschädigen sei jedoch bereits eine «sehr praktische Botschaft».

KONTAKT: Prof. Marc Chesney, mchesney@isb.uni.zh.ch, Prof. Rajna Gibson-Asner, rgibson@isb.uni.zh.ch, beide Swiss Banking Institute der Universität Zürich.

FINANZIERUNG: National Centre of Competence in Research «Financial Valuation and Risk Management» (NCCR FINRISK).