



QUO VADIS – FINANZPLATZ SCHWEIZ?

Votum an der Tagung vom 18. September 2009 an der Universität Zürich zur Diskussion zum Thema „Bonusregelung und Risikoorientierung?“.

I. ENTSCHÄDIGUNGSMODELLE ALS URSACHE DER FINANZKRISE?	1
II. TATSACHEN	1
III. RISIKOPRÄFERENZEN	2
IV. PROZEDURALER ANSATZ.....	3
V. SALÄR UND WERTSCHÖPFUNG	3

I. Entschädigungsmodelle als Ursache der Finanzkrise?

Nach einer weit verbreiteten Ansicht sind die Entschädigungsmodelle der Finanzindustrie eine der Hauptursachen für die Finanzkrise. Die Entschädigungsmodelle hätten falsche Anreize gesetzt. Insbesondere seien die Bankkader dazu motiviert oder verführt worden, übertriebene Risiken einzugehen. Im Ergebnis hätten sie gefahrlos auf Kosten der Aktionäre und der Gläubiger spekulieren können.

Auf der politischen Ebene ist die Kritik an den Entschädigungsmodellen verbunden mit der Kritik an der absoluten Höhe der Entschädigungen. Die Banksaläre hätten jedes vernünftige Mass hinter sich gelassen. Die Unterschiede zwischen den „normalen“ Salären und den Salären der oberen Bankkader seien in keiner Art und Weise mehr politisch und/oder moralisch zu rechtfertigen.

II. Tatsachen

Die These, wonach die Finanzkrise auf die Entschädigungsmodelle zurückzuführen ist, steht nun allerdings in offensichtlichem Widerspruch zu den Tatsachen. Nach den Standardentschädigungsmodellen durften und mussten Bankführungsorgane einen grossen Teil ihrer Entschädigung in gesperrten Aktien des Unternehmens beziehen.



Das Vermögen der betreffenden Bankkader setzte sich damit zu grossen Teilen aus einer Beteiligung an der eigenen Arbeitgeberin zusammen. Entsprechend gross waren die Verluste, die Bankgeschäftsleitungsmitglieder in der Finanzkrise erlitten haben. Es ist schlicht ausgeschlossen, dass die Bankgeschäftsleitungsmitglieder diese Verluste sehenden Auges in Kauf genommen haben, ganz abgesehen von den Reputationsverlusten für diejenigen Manager, die ihres Amtes enthoben wurden. Insofern greift die Aussage, die Entschädigungsmodelle seien die Hauptursache der Finanzkrise klarerweise zu kurz. Klar ist aber auch, dass sich die Bankgeschäftsleitungsmitglieder der Risiken, denen sie ihr Institute und damit letztlich auch sich selbst ausgesetzt haben, in keiner Art und Weise bewusst gewesen sind. Das ist insofern ernüchternd, als gerade die besonderen Fähigkeiten im Umgang mit Risiken als eine der Kernkompetenzen von erfolgreichen Bankiers angeführt wurden, die deren hohe Saläre rechtfertigten.

Die Regulierung von Entschädigungsmodellen lässt sich also nicht einfach mit dem Hinweis auf die Finanzkrise rechtfertigen. Denkt man marktwirtschaftlich, so kann es auch nicht die absolute Höhe der Entschädigungen sein, die ein Eingreifen rechtfertigt. Entscheidend muss vielmehr die Frage sein, ob dieser Teil der Finanzmärkte funktioniert oder ob wir ein Marktversagen festzustellen haben.

Bei der Diskussion dieser Frage möchte ich mich nachgehend auf die Entschädigung der obersten Führungsebene, also der Geschäftsleitung konzentrieren.

III. Risikopräferenzen

Stellen wir uns zuerst die Frage, wie ein ideales Entschädigungsmodell aussehen würde.

Zumindest aus der Sicht der Aktionäre erfüllt ein Entschädigungsmodell seine Aufgabe, wenn es die Geschäftsleitung dazu motiviert, die Risiken zu nehmen, die auch die Aktionäre nehmen würden. Bemerkenswerterweise müsste man nun allerdings annehmen, das Management sei was Risiken betrifft konservativer und nicht aggressiver als die Aktionäre.

Aktionäre investieren typischerweise diversifiziert und beseitigen so das unternehmensspezifische Risiko. Manager dagegen sind mit grossen Teilen ihres Real- und Humankapitals nicht-diversifiziert im Unternehmen selbst investiert. Im Normalfall müsste das Management den Aktionären also nicht zu risikofreudig, sondern zu risikoscheu erscheinen.

Der potentielle Zielkonflikt zwischen risikofreudigen Aktionären und konservativem Management ist uns als shareholder-stakeholder-Debatte bestens bekannt. Und: Die im



Grunde genommen konservativen Präferenzen des Managements erklären möglicherweise auch die von Kollegen Zimmermann präsentierten Erkenntnisse aus dem Nichtfinanzbereich: Seine empirischen Ergebnisse zeigen, dass sich vor allem die Entschädigung des Managements mit Optionsprogrammen positiv auf den Wert des Unternehmens aus. Optionsprogramme beteiligen das Management an einer künftigen positiven Kursentwicklung, ohne seine ohnehin schon bestehende Tendenz zur Risikoscheue noch zu akzentuieren. Aktienbeteiligungsprogramme dagegen verschärfen das Klumpenrisiko des Managements, das mit seinem Human- und Realkapital nicht diversifiziert im Unternehmen investiert ist noch zusätzlich. Wenn es darum geht, die Anreize des Managements auf die Präferenzen der Aktionäre abzustimmen, sind Optionsprogramme deshalb den Aktienbeteiligungsprogrammen überlegen.

IV. Prozeduraler Ansatz

Wieso das alles im Finanzbereich anders sein sollte, liegt nicht auf der Hand. Damit müssten die bereits bestehenden – zum Teil allerdings noch nicht genügend gelebten – Regeln zum Prozess der Salärfestsetzung und zur Salärtransparenz genügen, um das Funktionieren dieses Bereichs der Finanzmärkte sicherzustellen. Insofern ist es auch richtig, dass die Finma in ihrem Entwurf zum Rundschreiben zu den Vergütungssystemen das Schwergewicht auf die prozeduralen Aspekte setzt.

V. Salär und Wertschöpfung

Also: Tant de bruit pour une omelette? Oder: wieso die Aufregung über die hohen Saläre.

Man mag zuerst den Neid bemühen. Das scheint mir aber zu kurz zu greifen. Leistet ein Unternehmer, ein Sportler oder ein Künstler Besonderes und zahlt sich dies auch finanziell aus, so reagiert die Öffentlichkeit regelmässig mit Anerkennung und nicht mit Neid. Die öffentliche Meinung geht also durchaus differenziert mit ökonomischem Erfolg. Entscheidend scheint zu sein, ob der ökonomische Erfolg in einem nachvollziehbaren Zusammenhang zur erreichten Wertschöpfung steht. Auch für den Finanzsektor wurden die hohen Saläre in der Vergangenheit mit der hohen Wertschöpfung begründet. In der Wertschöpfungsrechnung des Finanzsektors fehlte allerdings eine Schlüsselgrösse:

Die Kosten für die faktische Staatsgarantie, ohne die die Kreditaufnahme zum Nulltarif, wie wir sie in den letzten Jahren beobachten konnten, nicht möglich gewesen wäre. Über diesen unentgeltlichen staatlichen „credit support“ wurden die Finanzbranche als Ganzes und die systemrelevanten Instituten im Besonderen über Jahre massiv durch



den Staat subventioniert. Besonders ausgeprägt gilt dies seit dem Platzen der dot-com-Bubble, weil insbesondere nach dem 11. September 2001 eine Rezession nicht sein durfte. Die öffentliche Kritik an der Entschädigungspraxis im Finanzbereich kommt also vielleicht doch nicht von ungefähr: Berücksichtigt man die vollen Kosten, so dürften sich die Saläre im Finanzbereich in den letzten Jahren weitgehend von der Wertschöpfung der Branche abgekoppelt haben. Die Aktionäre störte dies naturgemäss in keiner Weise: Schliesslich verlustierten auch sie sich im staatlichen Schlaraffenland, in dem Milch und Honig so grosszügig flossen, dass bei der genauen Aufteilung zwischen Eigenkapitalgeber und Management niemand kleinlich sein wollte.

Folgt man diesen Überlegungen, so erscheint die Salärdebatte schon geradezu als gefährliche Diversion. Zentral ist nicht die Frage nach dem Salär, sondern nach der Kostenwahrheit zwischen Staat und Bankensektor. Wie kann für das korrekte Pricing des staatlichen „credit support“ gesorgt werden? Trägt der Finanzsektor seine vollen Kosten, so müsste auch der Preisbildung auf dem Markt für Bank-Top-Kader wieder zu funktionieren kommen.