



**ERNST FEHR**

# „Vom Geld getrieben“

Der Ökonomieprofessor gilt als  
Anwärter auf den Wirtschaftsnobelpreis.  
Er spricht über Lohnanreize,  
gute Firmenführung und  
Bankenexzesse.

**Ernst Fehr:** „Ich  
wundere mich,  
dass Aktionärs-  
schützer noch  
nicht nachge-  
fragt haben.“

**D**er Mann hat praktisch nie Zeit. Es ist fast ein Glücksfall, wenn sich Ernst Fehr über eine Stunde auf ein Gespräch einlässt. Aber da ist er ganz entspannt. Der Wirtschaftsprofessor an der Universität Zürich ist ein umtriebiger Geist, versucht klassische Ökonomie mit Ideen aus der Verhaltenswissenschaft und Hirnforschung zu verbinden. Er glaubt, dass man Firmenmanager durch schlechte Entlohnungssysteme keine Fehlanreize geben darf. Der Österreicher Fehr schlägt ein alternatives Modell vor. Und das hat er auch schon ausprobiert, mit Erfolg, wie er sagt.

**Professor Fehr, gute Unternehmensführung ist entscheidend für den Erfolg einer Firma. Welche Rolle spielen Anreize für das Topmanagement?**

Sie sind entscheidend. Es gibt implizite Anreize, wenn Entlohnung beispielsweise an subjektive Leistungsbeurteilungen oder informelle Abmachungen gekoppelt ist. Bei expliziten Anreizen ist die Entlohnung hingegen an objektive Kriterien - wie etwa den Aktienkurs des Unternehmens - gekoppelt.

**Solche Anreize sind ein Reizthema, gerade Boni. Wie sehen Sie das als Wissenschaftler?**

Die Boni und andere explizite Anreize haben Fallstricke, da man dabei die Kontrolle über die Gesamtkompensation verlieren kann. Außerdem darf der Leistungsindikator nicht manipulierbar sein. Der Aktienkurs beispielsweise wäre kein geeigneter Indikator.

**Warum nicht?**

Ich rate davon ab, weil er häufig nichts mit der Leistung des Managements zu tun hat und extremen Zufallseinflüssen unterliegt. Eine gute Börse hebt alle Boote, eine schlechte lässt sie fallen. Über die Leistung des Managements sagt das kaum etwas aus. Wenn EZB-Chef Mario Draghi mit seiner Geldpolitik die Börsenkurse treibt, kann sich das kein Manager als eigenes Verdienst anrechnen.

**Wie könnte eine Lösung aussehen?**

Ich verwende den Begriff Total Shareholder Return des Unternehmens. Diesen TSR setzt man zu einem optimalen Vergleichsindex in Beziehung. Der Vergleichsindex besteht aus den gewichteten TSRs von etwa 20 Unternehmen, deren TSR über einen längeren Zeitraum stark mit dem TSR des zu bewertenden Unternehmens korreliert war. Mit dem Vergleichsindex kann ich den Zufall weitgehend ausschalten und die wahre Performance des Managements herausfiltern.

**Zu welchen Ergebnissen kommen Sie in diesen Fällen?**

Wir haben das für einige Banken wie die Deutsche Bank und die Credit Suisse über mehrere Jahre durchgerechnet. Der Total Shareholder Return dieser Unternehmen weicht mehrfach dramatisch von der wahren Performance des Managements ab. Während des Jahres 2010 ist beispielsweise der TSR bei der Deutschen Bank zeitweise sehr hoch gewesen, aber relativ zur Vergleichsgruppe ist die Performance sehr bescheiden ausgefallen.

**Und die schweizerische Bank?**

Ähnliches gilt für die Credit Suisse im Jahr 2009, als der TSR extrem hoch war, aber die Performance relativ zum Vergleichsindex erheblich geringer ausfiel. Trotzdem wurde das Topmanagement damals fürstlich entlohnt.

**Bonuszahlungen werden stark diskutiert. Wie sehen Sie das im Lichte Ihrer Forschungen?**

Mit der Hilfe eines optimalen Vergleichsindex kann man Einkommensexzesse im Topmanagement verhindern und die Managementleistung objektivieren. Ich wundere mich deshalb, dass Aktionärsschützer bei dem Thema noch nicht nachgefragt haben. Misst man Leistung so wie wir es machen, verhindert man, dass die Manager von allgemeinen Börsenaufschwüngen automatisch profitieren oder bei allgemeinen Rückschlägen automatisch darunter leiden.

**Welche Folgen hat das?**

Es objektiviert die Diskussion über die Managerentlohnung und verhindert bei-

spielsweise die Demotivierung von Managern in einer allgemeinen Baisse. Wir haben solche Systeme bei mehreren Unternehmen in der Praxis umgesetzt. Das erspart dem Aufsichtsrat auch Zeit. Wenn die Kompensationen besprochen werden, sind die Diskussionen über Boni sehr kurz geworden, da die Einschätzung der Performance einfach und transparent ist.

**Und die Manager?**

Manche haben damit weniger Freude, da die Objektivierung der Leistung weniger

Ausreden zulässt. Aber die Aktionäre können damit glücklich sein. Für die ist das wie eine Befreiung vom Nebel der Intransparenz.

**Was halten Sie von Managern generell?**

Viele - aber nicht alle - scheinen stark vom Geld getrieben. Ich habe es mehrfach erlebt, dass sie Optionen auf die Aktien des Unternehmens wollen, um eine Chance zur Vervielfachung ihrer Boni zu erhalten. Das lehne ich aber ab. Wenn Manager auf die Aktien „ihres“ Unternehmens wetten wollen, dann sollen sie das direkt am Kapitalmarkt mit ihrem Privateinkommen machen.

## VITA

ERNST FEHR

**Der Wissenschaftler** Er ist Ökonomieprofessor an der Universität Zürich. Fehr genießt Weltruf, erregt viel Aufmerksamkeit mit seinen Veröffentlichungen. Er kämpft gegen das klassische Bild eines rational handelnden Wirtschaftssubjekts, untermauert mit seinen Forschungen die psychologischen Antriebe.

**Der Mensch** Er hat mit „Fehr Advice“ eine eigene und expandierende Unternehmensberatung gegründet. Der 59-Jährige lebt mit seiner Frau und zwei Kindern in Zürich.

**Bei Banken wird über einen nötigen Kulturwandel diskutiert. Findet der statt?**

Teilweise. Die Unternehmenskultur wurde lange vernachlässigt. Man dachte, nur das Pekuniäre zählt. Aber das ist falsch.

**Ist Ihr Ansatz ein Allheilmittel?**

Nein, weil der Erfolg eines Unternehmens nicht nur vom Anreizsystem für das Topmanagement abhängt.

**Könnte man Notenbanker mit diesem Schema entlohnen?**

Da kann ich mir keine leistungsabhängige Entlohnung vorstellen. Die Ziele sind politisch vorgegeben und deren Erreichung hängt von vielen unbeeinflussbaren Faktoren ab. Auch Politiker werden nicht nach Leistung bezahlt. Und wer reich werden will, der wird ohnehin nicht Notenbanker. Wahrscheinlich geht es manchen Notenbankern auch darum, welches Bild die Historiker zeichnen werden. Niemand möchte als Versager in den Geschichtsbüchern stehen.

**Welche Meinung haben Sie von Börsenanalysten? Stehen die in der jetzt schlechten Börsenstimmung nicht schlecht da, weil sie noch im Dezember positive Ausblicke veröffentlicht haben?**

Hier gibt es starke Anreize zu konformistischem Verhalten. Sie wollen mit der eigenen Schätzung nicht auffallen, möglichst nahe bei der Mehrheit bleiben. Wenn das einmal falsch läuft wie momentan, dann ist geteiltes Leid halbes Leid.

**Wie legen Sie Ihr eigenes Geld privat an?**

Es steckt teilweise in meiner Firma „Fehr Advice“. Wir beraten Unternehmen in Fragen der Anreiz-, Unternehmenskultur- und Preisgestaltung mit einem verhaltenswissenschaftlichen Ansatz. Derzeit denken wir auch darüber nach, einen Fonds aufzulegen, der die Ergebnisse unserer Forschungen für Anlagestrategien nutzt.

**Professor Fehr, vielen Dank für das Interview.**

Die Fragen stellte **Ingo Narat**.