

Jochen Zimmermann

## Bilanzmanipulationen – Ergebnis perverser Incentives?

*Bilanzskandale haben in diesem Jahr das Vertrauen der Anleger in die Börse und die Vorstände von Aktiengesellschaften erschüttert. Verführen variable Vergütungssysteme - wie Aktienoptionen - Manager zu Bilanzmanipulationen? Wie können sich Unternehmen vor dem Missbrauch dieser Entlohnungssysteme schützen?*

Das Jahr 2002 steht im Zeichen von Bilanzmanipulationen und -skandalen: Das Telekommunikationsunternehmen Global Crossing meldet nach dem Bekanntwerden von Unregelmäßigkeiten in seinen Bilanzen Konkurs an (Januar). Der Chiphersteller Nvidia soll Aufwendungen zwischen Quartalen verschoben haben (Februar). Das Biotechnologieunternehmen ImClone verstößt massiv gegen die Regeln des Insider-Handels (März). Der Kopiererhersteller Xerox korrigiert nach einem hohen Bußgeld der SEC, der US-amerikanischen Börsenaufsicht, seine Bilanzen der letzten vier Jahre, und die SEC leitet Ermittlungen gegen das Telekommunikationsunternehmen Qwest ein (beide April). Der Kabelbetreiber Adelphia verstößt gegen Publizitätsregeln und meldet Konkurs an (Mai). Der Finanzvorstand des Energiekonzerns Dynegy tritt wegen Bilanzmanipulationen zurück, und das Telekommunikationsunternehmen WorldCom gesteht ein, seine Bilanzergebnisse um etwa vier Milliarden Euro zu hoch ausgewiesen zu haben (beide Juni). Die SEC beginnt mögliche Manipulationen bei AOL Time Warner zu untersuchen (Juli). Die Fehlbuchungen bei WorldCom erhöhen sich auf über sieben Milliarden Euro (August). Solche Nachrichten bleiben nicht ohne Konsequenzen: Die Kurse der betroffenen Unternehmen verfielen teilweise bis zur völligen Wertlosigkeit; die Börse leidet unter einer Vertrauenskrise.

In der derzeitigen Bilanzierungsdebatte wird thematisiert, ob es sich bei dieser Krise um ein Versagen der anzuwendenden Bilanzierungsregeln, des Systems der Abschlussprüfung oder der Börsenaufsicht gehandelt hat. Ein Aspekt bleibt ausgespart: die Rolle, die

variable Vergütungssysteme für die Entlohnung von Managern in den Vereinigten Staaten und dort insbesondere für börsennotierte Unternehmen einnehmen. Damit wird ein Schlüsselproblem übersehen: Variable Vergütungssysteme leiden unter schwerwiegenden Konstruktionsfehlern, die zu Bilanzmanipulationen verleiten. Sie setzen so starke Anreize zur Manipulation, dass stärkere Eingriffs- und Überprüfungsmöglichkeiten vorgesehen werden müssen.

### Die Theorie der variablen Vergütung

Der Einsatz variabler Vergütung, der Verknüpfung von Entlohnung mit einer firmenbezogenen Outputgröße, wird seit langem in der Literatur diskutiert. Ausgangspunkt der meisten Überlegungen bildet das klassische Agenturproblem. Eigentümer überlassen Managern Vermögenstitel (typischerweise Geld), die durch deren unternehmerischen Einsatz vermehrt werden sollen. Überlässt der Prinzipal Verfügungsrechte über Vermögenstitel, kann er nur noch mittelbar in die Entscheidungen seines Agenten, des Managers, eingreifen. Daher steuern Prinzipale nach der Theorie durch vorab vereinbarte Regeln oder durch eine variable, an interessierenden Ergebnisgrößen anknüpfende Vergütung.

Mit der Verknüpfung von Entlohnung und einem Performance-Maß sollen Leistungsanreize geschaffen werden, die Manager im Interesse der Anteilseigner handeln lassen<sup>1</sup>. Durch die geeignete Kombination fixer und variabler Entlohnungsbestandteile kann der Prinzipal einen Agenten so steuern, dass das für den Prinzipal beste Ergebnis, bei gegebenem Agenturkontext, erreicht werden kann. Die Bestandteile eines optimalen Arbeitsvertrages werden durch das Infor-

---

*Prof. Dr. Jochen Zimmermann, 37, ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Unternehmensrechnung und Controlling der Universität Bremen sowie Visiting Professor of Accounting der London Business School.*

<sup>1</sup> Vgl. P. Milgrom, J. Roberts: The Economics, Organization and Management, London (u.a.) 1992, S. 436.

<sup>2</sup> Vgl. K.J. Murphy: Executive Compensation, in: O. Ashenfelter, D. Card (Hrsg.): Handbook of Labor Economics, Bd. 3, Amsterdam (u.a.) 1999, S. 2520.

mationsprinzip bestimmt: Diejenigen Größen, deren Realisationen am besten anzeigen, welche Handlungsalternative der Agent gewählt hat, fließen in die Gestaltung des Vertrags ein. Damit handelt es sich bei der Gestaltung optimaler Anreizverträge um die Lösung eines klassischen Korrelationsproblems<sup>2</sup>.

Variable Vergütung muss nicht allein dem Ziel dienen, das Prinzipal-Agenten-Problem durch die Gewährung von Leistungsanreizen zu entschärfen. Sie kann auch zu dem Zweck eingesetzt werden, private Informationen zu enthüllen. Geht man davon aus, dass Manager größere Information über die Erfolgsträchtigkeit von unternehmerischen Aktivitäten haben, dann senden sie mit der Bereitschaft, variable Vergütung zu akzeptieren, Signale über ihre privaten Informationen<sup>3</sup>. Ein solcher Ansatz könnte erklären, warum auch bei relativ hohen Verwässerungseffekten die Aktionäre Interesse an variablen Vergütungssystemen haben.

Als letzte Erklärung für die variable Vergütung wird eine personalwirtschaftliche Deutung angeboten<sup>4</sup>. Die variable Vergütung soll dazu dienen, Mitarbeiter an das Unternehmen zu binden. Sie stellt damit im Wesentlichen einen weiteren Gehaltsbestandteil dar. Allerdings scheint die Entlohnung für die Entscheidung von Managern, ein Unternehmen zu wechseln, keine dominierende Bedeutung aufzuweisen<sup>5</sup>.

### Das Instrument der Aktienoptionen

Anknüpfungspunkte einer variablen Vergütung können individuelle oder unternehmensübergreifende, objektiv messbare oder vereinbarte subjektive Maße sein. Obwohl also die Leistung des Managements in mehreren Dimensionen gemessen werden kann, hängt die variable Vergütungskomponente auf der Leitungsebene in der Praxis hauptsächlich von der Performance des Unternehmens auf den Kapitalmärkten ab<sup>6</sup>. Dies bedeutet entweder, dass jede andere Form der Performancemessung, insbesondere durch

das Rechnungswesen die Messung durch den Kapitalmarkt gut widerspiegelt. Es kann aber auch signalisieren, dass andere Messgrößen ignoriert oder als irrelevant angesehen werden. Da schon Studien der empirischen Bilanzforschung zeigen, dass eine „gute“ Beziehung zwischen Rechnungslegungsergebnissen und Kapitalmarktdaten erst bei mehrjährigen Zeitfenstern eintritt<sup>7</sup>, gilt wahrscheinlich letztere Aussage. Man verlässt sich allein auf Kapitalmarktinformationen.

Sehr oft wird bei der aktienmarktbezogenen Variabilisierung von Vergütung auf Aktienoptionen zurückgegriffen; denn Aktienoptionen gelten als besonders einfach zu handhaben. Sie erscheinen zum einen „objektiviert“, weil sich ihr weiterer Wertverlauf nach der Setzung von Ausgangsgrößen an den Kapitalmärkten bestimmt. Zum anderen schreibt man Aktienoptionen zu, für die Lösung des Prinzipal-Agenten-Problems deswegen besonders geeignet zu sein, weil sie an der finanziellen Performance des Gesamtunternehmens und damit am Shareholder Value ansetzen. So machten vor dem Zusammenbruch der Börsen Aktienoptionen in den USA den größten Anteil der Entlohnung der Unternehmensleitung aus<sup>8</sup>. Auch in Deutschland erfreuen sich Aktienoptionen einer zunehmenden Beliebtheit. So berichteten 22 der derzeitigen (Juli 2002) DAX 30-Unternehmen, dass im Jahr 2001 Aktienoptionen zumindest an den Vorstand ausgegeben waren.

Mit der Ausübung von Aktienoptionen werden Manager in den Kreis der Anteilseigner aufgenommen. Dies kann entweder durch Erweiterung des Anteilseignerkreises oder durch Verdrängung geschehen. Verdrängung bisheriger Anteilseigner tritt bei einer Bedienung der Aktienoptionen durch Rückkauf von Unternehmensaktien, d.h. „eigener“ Aktien und deren Durchreichen an Manager ein. Eigentumsansprüche der Alteigentümer werden durch Abfluss von Ressourcen ausgeglichen; Vermögensgegenstände werden durch „Eigene Aktien“, die aus sich heraus keine Wertdynamik entwickeln, ersetzt. Diese werden dann an die Manager weitergegeben und von der Gesellschafts- auf die Gesellschafterebene transferiert.

Die Bedienung von Aktienoptionen ohne die Verdrängung von Alteigentümern wird durch die Ausgabe junger Aktien erreicht, die im Rahmen von bedingten Kapitalerhöhungen oder eines genehmigten Kapitals entstehen. „Kosten“ der jungen Aktien werden in Form von Verwässerungseffekten von den Altaktionären getragen. Die gesamte Wertdynamik entwickelt sich auf der Gesellschafterebene.

<sup>3</sup> Vgl. E.P. Lazear: Output-Based Pay: Incentives or Sorting?, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper 7419 (1999), S. 16.

<sup>4</sup> Modelltheoretisch kann dies in Form einer participation constraint erfasst werden; vgl. P. Oyer: Why do Firms use Incentives that have no Incentive Effects?, Stanford University GSB Research Paper Series Nr. 1686 (2001).

<sup>5</sup> Vgl. R. Steel: Turnover Theory at the Empirical Interface: Problems of Fit and Function, in: The Academy of Management Review, 27. Jg. (2002), H. 3, S. 355.

<sup>6</sup> Vgl. B.J. Hall, J.B. Liebman: Are CEOs Really paid Like Bureaucrats, in: Quarterly Journal of Economics, 113. Jg. (1998), H. 3, S. 670.

<sup>7</sup> Vgl. P. Easton, T. Harris, J. Ohlson: Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Return Intervals, in: Journal of Accounting and Economics, 15. Jg. (1992), H. 2/3, S. 132.

<sup>8</sup> Vgl. K.J. Murphy, a.a.O., S. 2515.

### Bilanzierungsproblematik von Aktienoptionen

Kontrovers wird die bilanzielle Abbildung solcher Anreizsysteme diskutiert. Problematisch erscheint vielen, dass Vergütungsbestandteile von Managern keine umfassende Abbildung im Zahlenwerk des Unternehmens finden. Allerdings gelangen unterschiedliche Rechnungslegungsregimes bei der Bilanzierung von Aktienoptionen zu unterschiedlichen Antworten. In Deutschland werden Aktienoptionen, die durch die Ausgabe junger Aktien entstehen, bilanziell nicht erfasst. Erst zum Zeitpunkt der Ausübung der Aktienoption kommt es zu einer Erhöhung des Eigenkapitals. Bilanziell wird der Verwässerungseffekt nicht sichtbar. Erklärt wird dies aus der Funktion des Rechnungsabchlusses, das Vermögen der Gesellschaft und nicht das der Gesellschafter zu zeigen<sup>9</sup>.

Aktienoptionen, die durch den Rückkauf eigener Aktien bedient werden müssen, können durch die Bildung einer Passivposition, einer Rückstellung, erfasst werden. Eine solche Rückstellung spiegelt den Ressourcenabfluss wider, der für den Rückkauf der Aktien und das Weiterreichen an das Management anfällt; sie wären in Höhe des inneren Wertes zu bilanzieren.

Damit ergibt sich bei der Bedienung von Aktienoptionen mit eigenen Aktien in jeder Periode ein Personalaufwand in Höhe der Veränderung des inneren Wertes der Option. Werden Aktienoptionen mit jungen Aktien bedient, entsteht kein Personalaufwand. Schon aus diesem Grund überrascht es nicht, dass die Bedienung mit jungen Aktien die auch in Deutschland bevorzugte Vorgehensweise bei Aktienoptionsplänen darstellt.

Die Bilanzierung von Aktienoptionen wird im „Mutterland“ der Aktienoptionen anders gehandhabt<sup>10</sup>. Die US GAAP verlangen stets eine Erfassung der Ausgabe der Optionen, allerdings stellen sie Unternehmen frei, ob sie Optionen mit ihrem inneren Wert (der Differenz zwischen Aktienkurs und Ausübungspreis) oder aber mit einem beizulegenden Zeitwert (fair value) erfassen<sup>11</sup>. Die Ausübung dieses Bewertungswahlrechts

entscheidet über die Höhe des Personalaufwands bis zum Zeitpunkt der Ausübung der Option<sup>12</sup>. Die Personalaufwendungen werden einmalig gemessen, weitere Bewegungen der Aktienkurse des eigenen Unternehmens haben keinen Effekt auf die Höhe des Personalaufwands im Rahmen der Folgebilanzierung, also der Bilanzierung nach der erstmaligen Ausgabe<sup>13</sup>. Der Gesamtbetrag der Managementvergütung wird also bei steigenden Aktienkursen bei keinem der beiden Verfahren als Aufwand gebucht.

Aktienoptionen stellen aus anderer Perspektive ein wesentlich bedeutenderes Problem dar; denn sie setzen auch „perverse“ Anreize. Dies liegt in einem generellen Konstruktionsfehler der Theorie der variablen Vergütung begründet. Die Theorie muss auf ökonomisch interpretierbare Gewinngrößen zurückgreifen, ignoriert dabei aber die Abbildungsproblematik des Rechnungswesens und Effizienzprobleme auf Kapitalmärkten.

### Bilanzen – Stolpersteine der Theorie variabler Vergütung

Die Theorie der variablen Vergütung zeigt bei näherem Hinsehen einige Probleme. Schon Jensen/Meckling weisen darauf hin, dass sich Manager bereits im Rahmen der Gewinnentstehung Ressourcen des Unternehmens aneignen können<sup>14</sup>. Doch selbst wenn eine eindeutige Trennung von Gewinnentstehung und -verwendung möglich wäre, kann man aus den in Bilanzen ausgewiesenen Gewinnen noch keine unmittelbaren ökonomischen Schlüsse ziehen. Dies müsste sich auch auf die Theorie der variablen Vergütung auswirken. Bei ihr gehen jedoch alle Konstruktionen von der Annahme aus, dass der Prinzipal in der Lage ist, einen Kontrakt auf das von ihm angestrebte Ergebnis zu zeichnen. Konzeptionell setzt die Literatur hier auf eine Zufallsvariable „Gewinn“, die sich zum Periodenende realisiert. Damit erweist sich die Modellbildung in allen praxisrelevanten Fällen als wenig tragfähig.

Im Einperiodenfall kann ein nahezu beliebig konstruierter „Gewinn“ gewählt werden. Er kann Einzahlungsüberschuss (Cash Flow) oder Bilanzgewinn sein: Da Differenzen, die allein aus der Periodenabgrenzung entstehen, ex definitione nicht auftreten können, müssen beide Größen übereinstimmen. Genauso kann man Gewinn als Renditemaß verstehen. Wird nämlich

<sup>9</sup> Vgl. J. Lange: Bilanzierung von Stock Options, in: Die Wirtschaftsprüfung, 55. Jg. (2002), H. 7, S. 356.

<sup>10</sup> Die ersten Bewertungsregeln zu Aktienoptionen wurden bereits 1948 entwickelt; vgl. B. Pellens, N. Crasselt: Bilanzierung von Stock Options, in: Der Betrieb, 51. Jg. (1998), H. 5, S. 217.

<sup>11</sup> Vgl. P. Wollmert, J. Hey: Einzelfragen bei der Bilanzierung von echten Aktienoptionen nach US GAAP, in: Der Betrieb, 55. Jg. (2002), H. 21, S. 1061.

<sup>12</sup> So hat eine Option, die den Ausübungspreis von 50 € hat und noch ein Jahr läuft, bei einem Aktienkurs von 50 € einen inneren Wert von Null. Der Marktwert dieser Option liegt (angenommen eine Volatilität von 1 und ein Zinssatz von 8%) nach der Black-Scholes-Formel bei 20 €.

<sup>13</sup> Vgl. D. Kieso, J. Weygandt: Intermediate Accounting, 9. Aufl., New York (u.a.) 1998, S. 854.

<sup>14</sup> Vgl. M.C. Jensen, W.H. Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, 3. Jg. (1976), H. 3, S. 312 f.

<sup>15</sup> Vgl. D. Schneider: Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden 1992, S. 77 f.

ein Projekt schon nach einer Periode beendet, dann stimmt zwangsläufig der (bilanzierte) Vermögenswert mit seinem Marktwert überein. Der auf das Anfangskapital bezogene Einnahmeüberschuss (oder Gewinn) stellt so eine Rendite dar, die man ohne Probleme mit Alternativen vergleichen kann<sup>15</sup>.

Bedauerlicherweise sind diese Ergebnisse in den Mehrperiodenfall, den tatsächlichen Anwendungsfall der variablen Vergütung, nicht mehr übertragbar. Ein Projekt, ein Profit Center oder das Unternehmen als ganzes kann nur unter Kenntnis aller seiner Periodenerfolge beurteilt werden. Dabei ist es zwar möglich, die Totalperiode in aussagekräftige Teilperioden zu untergliedern; dies gelingt aber nur unter Berücksichtigung sämtlicher zukünftiger Zahlungsströme<sup>16</sup>. Eine sich am Ende einer Teilperiode realisierende, objektiv überprüfbare Zufallsvariable „Gewinn“ mit eindeutigem ökonomischen Aussagegehalt bleibt ein metaphysisches Konstrukt.

Ein Ausweichen auf das Bilanzergebnis einer Teilperiode erweist sich als unzureichend. In einer Welt unter Unsicherheit, in der also Zahlungsströme nicht von vornherein bekannt sind, führt es oft zu Fehlentscheidungen, auf ein Periodenergebnis zu kontrahieren. So verschlechtert ein lohnendes Investitionsprojekt mit hohen Anlaufkosten einen in Zahlungsgrößen gemessenen Unternehmenserfolg (den Operating Cash Flow), lässt aber bei Aktivierungsmöglichkeiten den operativen Gewinn konstant. Allerdings sinkt wegen der Aktivierung der Anlaufkosten die abgebildete Rendite.

Einen Ausweg aus dieser Situation stellt zunächst die Konstruktion eines Kapitalwerts oder eines äquivalenten Alternativkonstrukts wie des Market value added dar<sup>17</sup>. Doch weder unter Unsicherheit noch in einer Welt, die sich im Ungleichgewicht befindet, ist ein Kapitalwert oder ein äquivalentes Maß eindeutig definiert. Im Ungleichgewicht sind Opportunitätskosten nicht bestimmbar; und ohne Opportunitätskosten fällt das Konzept des Kapitalwerts in sich zusammen.

Damit stehen zwei Lösungswege offen: Entweder fasst man mehrere Perioden zu einer zusammen und kontrahiert auf ein Mehrperiodenergebnis, oder man greift zu Bewertungsmaßstäben des Kapitalmarkts. Dabei setzt die Kontrahierung auf Mehrperiodener-

gebnisse trivialerweise den voraussichtlichen Verbleib von Managern über einen längeren Zeitraum voraus. Schon die Bedeutung der Aktienoptionen zeigt, dass man üblicherweise am Bewertungsmaßstab Kapitalmarkt ansetzt. Ihm wird in der Literatur die Lösung der Messprobleme zugetraut<sup>18</sup>.

### **Kapitalmarkt als Ansatzpunkt von Leistungsanreizen**

Theoretisch liegt die Lösungskompetenz des Kapitalmarkts in der angemessenen Verarbeitung, d.h. der monetären Bewertung von Unternehmensinformationen. In der finanzökonomischen Theorie geht man davon aus, dass alle öffentlich zugänglichen Informationen richtig verarbeitet werden können<sup>19</sup>. Dies würde zu „korrekten“ Aktienpreisen, d.h. zu Preisen führen, die den inneren Wert der Aktie widerspiegeln<sup>20</sup>. Ein solches Denken liegt der Shareholder-Value-Philosophie zu Grunde. Werterhöhende (kapitalwertpositive) Maßnahmen werden unmittelbar in den Aktienkursen mit der Höhe ihres Wertinkrements abgebildet<sup>21</sup>.

Allerdings sind eine Reihe von Anomalien bekannt, die diese Lösungskompetenz in Frage stellen<sup>22</sup>. In der Incentive-Literatur wird dies jedoch nicht als ein Problem angesehen. So sollen sich Aktienkurse nicht deswegen eignen, weil sie korrekt sind, sondern weil sie sich objektiv, d.h. außerhalb des Unternehmens bilden. Holmström/Tirole formulieren es als „the most significant virtue of stock prices – their integrity“<sup>23</sup>.

Eine solche Argumentation ist irreführend, wenn die auf dem Kapitalmarkt erzeugten Informationen sich fast ungefiltert aus Daten des Rechnungswesens ableiten. Ein solcher Zusammenhang lässt sich nicht gänzlich auszuschließen, sondern ist unter gewissen Umständen plausibel. Besonders problematisch erweist sich dabei die Rolle der Informationsintermediäre. Sie beobachten Unternehmen und geben

<sup>15</sup> Vgl. J. Edwards, J. Kay, C. Mayer: *The Economic Analysis of Accounting Profitability*, Oxford 1987, S. 63.

<sup>17</sup> Vgl. G. Stewart: *The Quest for Value: The EVA® Management Guide*, New York 1991, S. 225; kritisch dazu G. Biddle, R. Bowen, J. Wallace: *Does EVA® Beat Earnings?*, Evidence on the Association with Stock Returns and Firm Values, in: *Journal of Accounting and Economics*, 24. Jg. (1997), H. 3, S. 332.

<sup>18</sup> Vgl. B. Holmström, J. Tirole: *Market Liquidity and Performance Monitoring*, in: *Journal of Political Economy*, 101. Jg. (1993), H. 4, S. 678.

<sup>19</sup> Vgl. T. Copeland, J. Weston: *Financial Theory and Corporate Policy*, 3. Aufl., Reading (u.a.) 1992, S. 333.

<sup>20</sup> Kritisch bereits R. Schmidt: *Rechnungslegung als Informationsproduktion auf nahezu effizienten Kapitalmärkten*, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 34. Jg. (1982), H. 8/9, S. 740 f.

<sup>21</sup> Vgl. A. Riahi-Belkaoui: *Earnings Measurement, Determination, Management and Usefulness: An Empirical Approach*, Westport 1999, S. 151.

<sup>22</sup> Vgl. V. Bernard, J. Thomas, J. Wahlen: *Accounting-Based Stock Price Anomalies: Separating Market Inefficiencies from Risk*, in: *Contemporary Accounting Research*, 14. Jg. (1997), H. 2, S. 129.

<sup>23</sup> B. Holmström, J. Tirole, a.a.O., S. 707.

<sup>24</sup> Vgl. M. Epstein, K. Palepu: *What Financial Analysts Want*, in: *Strategic Finance*, 80. Jg. (1999), H. 10, S. 50.

Empfehlungen zum Kauf, Halten oder Verkauf von Anteilsrechten ab. Diese Empfehlungen basieren sehr oft darauf, ob Unternehmen gewisse Umsatz- oder Gewinnziele erreicht, übertroffen oder verfehlt haben<sup>24</sup>.

Damit hängt die Integrität der Aktienkurse wieder unmittelbar an der Integrität der Bilanzen: Haben es die Unternehmen in der Hand, im Rahmen ihrer Bilanzierung über die Erreichung von Umsatz- und Gewinnzielen zu entscheiden, dann sind die Aussagen der Informationsintermediäre unzuverlässig und damit auch die Aktienkurse. Die erhoffte Entkoppelung von Bilanz (Vermögen der Gesellschaft) und den Aktienkursen (Vermögen der Gesellschafter) findet nicht statt.

Über mehr als eine Dekade wurde der Kapitalmarkt als „Alleslöser“ für Bewertungsprobleme gehandelt. Dies hat sich nun als eine Euphorie erwiesen. Auch deshalb erscheinen die Bilanzskandale mit ihren realwirtschaftlichen Konsequenzen vielen als überraschend: Sie hätten nach der Mehrheitsmeinung der Theorie gar keinen oder nur einen geringen Einfluss auf Kurse ausüben dürfen.

### Verhaltensänderungen

Zunächst überrascht die Erkenntnis, dass sich statistisch ein enger Zusammenhang zwischen kapitalmarktbasierter (variabler) Entlohnung und einer besseren Performance von Unternehmen nicht feststellen lässt. Zur „Ehrenrettung“ werden effiziente Kapitalmärkte als Begründung herangezogen: Die Effekte von Aktien(options)programmen seien in den Kursen bereits eingepreist<sup>25</sup>. In Anbetracht der komplexen Bewertungsproblematik erscheint dies als heroische Annahme<sup>26</sup>. Wohl bekannt sind hingegen dysfunktionale Verhaltensänderungen von „schlecht“ ausgestalteten Entlohnungsprogrammen<sup>27</sup>. Genauso gibt es Mechanismen, mit denen Manager die Aufsichtsgremien davon überzeugen, kurz vor dem Bekanntwerden positiver Nachrichten weitere Optionen zu gewähren<sup>28</sup>.

In der Zusammenschau bedeutet dies, dass Manager sehr wohl auf Anreizprogramme reagieren. Sie richten ihr Verhalten so aus, dass ihr Einkommen maximiert wird. Gelingt es Managern, den Kapitalmarkt zu manipulieren und dabei ihr Einkommen zu erhöhen,

<sup>25</sup> Vgl. K.J. Murphy, a.a.O., S. 2540.

<sup>26</sup> Vgl. C.A. Botosan, M.A. Plumlee: Stock Option Expense: The Sword of Damokles Revealed, in: Accounting Horizons, 15. Jg. (2001), H. 4, S. 325.

<sup>27</sup> Vgl. K.J. Murphy, a.a.O., S. 2539.

<sup>28</sup> Vgl. A. Shleifer, R.W. Vishny: A Survey of Corporate Governance, in: Journal of Finance, 52. Jg. (1997), H. 2, S. 745.

dann kann es als wahrscheinlich gelten, dass Manager dies auch tun. Verknüpft man also Programme variabler Entlohnung mit der Performance des Unternehmens, entscheidet allein die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, ob es sich bei diesen Programmen um „gute“ (Unternehmenswert erhöhende) oder „schlechte“ (Unternehmenswert vernichtende) handelt.

Je (informations-)ineffizienter Kapitalmärkte sind, desto wahrscheinlicher werden Bilanzmanipulationen durch Manager. Deshalb muss es nicht überraschen, dass gerade auf den Märkten der „New Economy“ Bilanzfälschung öfter praktiziert zu werden scheint als in den traditionellen Wirtschaftszweigen. Da die Märkte der „New Economy“ weder von den Unternehmensakteuren noch den Analysten vollständig verstanden werden, entstehen Informationslücken, denen Analysten und Marktakteure durch Herding-Verhalten zu begegnen suchen<sup>29</sup>. Geschäftsmodelle, einmal als erfolgreich kommuniziert, gelten als Maßstab für das eigene und die Beurteilung fremden Handelns. Hinzu kommt, dass es gerade Unternehmen der „New Economy“ sind, die in besonders starkem Maße auf Aktien(options)programme gesetzt haben. So verstärken sich Anreize zum Missbrauch.

Die Grundlage der ökonomischen Theorie, dass Menschen auf Handlungsanreize reagieren, zeigt sich auch auf dem Gebiet der Bilanzmanipulationen: Durch umfangreiche variable Vergütungssysteme wurden Manager nicht nur dazu veranlasst, Wert erhöhende Aktivitäten zu unternehmen, sondern auch, diese in Bilanzen vorzutäuschen. So lange Kapitalmärkte dies nicht registrieren können (wollen), besteht die Gefahr des Missbrauchs von Anreizprogrammen.

### Handlungskonsequenzen

Einem Missbrauch von Entlohnungssystemen können sich Unternehmen durch eine Vielzahl von Handlungsmöglichkeiten entziehen, die jedoch alle einem ähnlichen Ansatz folgen müssen: der Abkehr vom „alles lösenden“ Kapitalmarkt. Dies bedeutet einen Umbau der Vergütungssysteme weg von kurzfristig messbaren finanziellen Performance-Daten. Diese können durch subjektive Evaluationen ersetzt werden oder aber auf Langfrist-Programme zurückgreifen, die ihrerseits an Bilanzdaten ansetzen. Langfristig lässt sich eine unzureichende Performance bilanziell nicht verschleiern.

<sup>29</sup> Vgl. A. Devenow, I. Welch: Rational Herding in Financial Markets, in: European Economic Review, 40. Jg. (1996), H. 3-5, S. 604. Das hier beschriebene Herding-Verhalten dürfte aber eher als irrational im Sinne des von Keynes beschriebenen Beauty contests zu bezeichnen sein.

Auch aus staatlicher Sicht besteht ein Interesse an funktionsfähigen Kapitalmärkten. Da Bilanzmanipulationen die Funktionsfähigkeit von Kapitalmärkten einschränken, besteht Handlungsbedarf.

Grundsätzlich falsch wäre es, mit einer „Verschärfung“ der Bilanzierungsregeln zu reagieren. Da Bilanzen auch Vorgänge beurteilen, die zukunftsgerichtet sind, sind Ermessensentscheidungen von Bilanzierenden zwangsläufig. Jeder Versuch, klare Grenzen für jeden Einzelfall ziehen zu wollen, ist zum Scheitern verurteilt. Die sich durch ein solches Vorgehen entwickelnde Kasuistik weist weit größere Schwächen auf als ein System, das durch klare Grundsätze gesteuert wird. Allerdings befindet sich Deutschland hier in einer komfortablen Position: Da die Rechnungslegung – zumindest für kapitalmarktorientierte Konzerne – demnächst europaweit einheitlich in Form von IAS erfolgt<sup>32</sup>, ist ein hektisches Handeln, wie es derzeit in den USA beobachtet werden kann, nicht zu erwarten. Jedoch sollte die Einrichtung einer deutschen Enforcement-Agentur, die die Einhaltung von Standards überwacht und Fehlverhalten ahndet, zügig vorangetrieben werden.

### Agentur zur Überwachung

Dieses Fehlen einer Einrichtung, die die Einhaltung von Bilanzierungsregeln überwacht, stellt einen deutschen Sonderweg dar, der auch aus ökonomischen Gründen nicht zu rechtfertigen ist. Denn es gehört schon lange zu den gesicherten Erkenntnissen der ökonomischen Theorie, dass Regeln auch wirkungsvolle Durchsetzungsinstanzen benötigen<sup>32</sup>. Bisher ist in Deutschland die Durchsetzung von Normen allein der Corporate Governance zugeordnet und liegt in den Händen von Aufsichtsrat und Abschlussprüfer<sup>33</sup>. Dies muss wegen Kollisionsmöglichkeiten als problematisch gelten. Ein unabhängiges Interesse an der Durchsetzung einer ordnungsmäßigen Rechnungslegung kann bei diesen Akteuren nicht uneingeschränkt vorausgesetzt werden. Eine Agenturlösung zur Über-

wachung der Ordnungsmäßigkeit der Publizität von außen erscheint daher zweckmäßiger.

Ein solcher Vorschlag kann in drei unterschiedlichen Formen umgesetzt werden<sup>34</sup>. Denkbar ist zunächst die Einrichtung einer neuen Behörde nach dem Vorbild der Securities and Exchange Commission (SEC) mit umfassenden Auskunfts-, Prüfungs und Sanktionsrechten. Genauso kann man erwägen, die Kontrolle der Publizität an die Kapitalmarktaufsicht und damit an die bestehende Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) anzubinden. Möglich ist auch, ein privatrechtlich getragenes und finanziertes Kontrollorgan zu schaffen, an dessen Tätigkeit Unternehmen in eher freiwilliger Form mitwirken.

Obwohl eine privatrechtliche Lösung von vielen Seiten präferiert wird<sup>35</sup>, erscheint sie schon wegen ihrer geringen Sanktionsmöglichkeiten als die am wenigsten geeignete. Ihr wichtigstes Sanktionsinstrument, die negative Publizität, setzt einen doppelten Wirkmechanismus voraus: Zum einen müssen Kapitalmärkte auf das Einschreiten der Agentur mit Kursabschlägen reagieren, zum anderen muss ein solcher Kursabschlag auch Sanktionswirkung auf die bilanzierenden Manager haben. Ein solch durchschlagender Effekt lässt sich für das Handeln privatrechtlich organisierter Agenturen nicht nachweisen<sup>36</sup>. Schon aus diesem Grund erscheint eine staatlich organisierte Bilanzaufsicht vorzuzugewärtiger.

Bei einer staatlich organisierten Kontrolle erscheint ein Anbinden der Bilanzaufsicht an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zunächst naheliegend. Eine solche Organisationsform übersähe jedoch den konzeptionell andersartigen Ansatz von Finanzmarktaufsicht und Kontrolle ordnungsmäßiger Publizität. Ordnungsmäßige Publizität ist eine Frage der Informationsexternalisierung; Aufsichtsbehörden sind aber von ihrer Konstruktion her auf Informationsinternalisierung angelegt<sup>37</sup>. Übertrüge man Kontrollaufgaben an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, hätte man sich für eine systematisch falsche Lösung entschieden, da die Wahrung der Interessen von Unternehmensexternen für Aufsichtsbehörden keinen zielkomplementären Charakter aufweist<sup>38</sup>.

<sup>30</sup> Allerdings ist dies eine Reaktion auf ein durch Unternehmensverschulden entstandenes Problem: Gäbe es nur geringe Incentives zur Bilanzmanipulation, dann könnten auch die Sanktionen eher gering ausfallen.

<sup>31</sup> Vgl. z.B. W. Busse von Colbe: Vorschlag der EG-Kommission zur Anpassung der Bilanzrichtlinien an die IAS – Abschied von der Harmonisierung?, in: Betriebs-Berater, 57. Jg. (2002), H. 30, S. 1530.

<sup>32</sup> Vgl. z.B. G. Becker: Crime and Punishment. An Economic Approach, in: Journal of Political Economy 76. Jg. (1968), H. 2, S. 169-217; G. Stigler: The Optimum Enforcement of Laws, in: Journal of Political Economy 78. Jg. (1970), H. 3, S. 526-536.

<sup>33</sup> Vgl. J. Wüstemann: Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung – Enforcement nach dem Vorbild der USA?, in: Betriebs-Berater, 57. Jg. H. 14, S. 725.

<sup>34</sup> Vgl. H. Lenz, M. Bauer: Die Durchsetzung von Rechnungslegungsnormen bei kapitalmarktorientierten Unternehmen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 54. Jg. (2002), H. 3, S. 247 f.

<sup>35</sup> Vgl. T. Baums: Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Köln 2001, Tz. 278; S. Tielmann: Durchsetzung ordnungsmäßiger Rechnungslegung, in: Der Betrieb, 54. Jg. (2001), H. 31, S. 1625.

<sup>36</sup> Vgl. H. Lenz, M. Bauer, a.a.O., S. 251.

<sup>37</sup> Vgl. J. Wüstemann, a.a.O., S. 719.

Das Errichten einer staatlichen, mit weit reichenden Prüfungs- und Sanktionsrechten ausgestatteten Agentur stellt die rationale und an einzelwirtschaftlichen Entscheidungsprozessen ansetzende Antwort auf das Incentive-Problem der Bilanzierung dar. Manager reagieren auf Anreize, die als Nebeneffekt auch die Manipulation von Bilanzen belohnen. Ihr individuelles Trade-off-Problem erscheint dabei umso einseitiger, je höher die positiven und je geringer die negativen Incentives ausfallen. Dass beispielsweise in Deutschland schwerwiegende juristische Konsequenzen nur an einen unrichtigen Einzelabschluss, nicht aber an einen unrichtigen Konzernabschluss anknüpfen, wird der informellen Bedeutung des Konzernabschlusses nicht gerecht<sup>39</sup>.

Ohne zivil- und strafrechtlich durchgreifende Sanktionsmechanismen ergibt sich für Manager ein vernachlässigbar kleines „downside risk“ der Bilanzmanipulation. Deswegen sind schärfere zivil- und strafrechtliche Konsequenzen eine richtige Antwort<sup>40</sup>. Gleiches gilt für die bisher im Rahmen der Corporate Governance mit Kontrollaufgaben betrauten Aufsichtsräte und Abschlussprüfer. Die sich weltweit vollziehende Angleichung der positiven Incentive-Strukturen in Form leistungsabhängiger Vergütungen auf Unternehmensebene zwingt jeden Staat, gewichtigere Sanktionsmechanismen zum Schutz vor dysfunktionalem Verhalten zu ergreifen.

Das Errichten einer staatlichen Kontrollagentur bedeutet nicht, die der unternehmerischen Tätigkeit und damit dem Gesellschaftsrecht eigene Tendenz zur Selbstregulierung zu unterlaufen. Selbstregulierung bedeutet nämlich insbesondere das Setzen von Normen, nicht aber deren Durchsetzung<sup>41</sup>. Dies bleibt – neben der Überprüfung der durch Selbstregulierung gefundenen Normen auf negative Externe Effekte – eine staatliche Aufgabe, die unmittelbar in Form von Behördeneingriffen oder mittelbar in Form des Einräumens von Klagemöglichkeiten Geschädigter erledigt werden kann. In beiden Bereichen besteht in Deutschland noch großer Handlungsbedarf.

<sup>38</sup> Im Ergebnis auch H. Böckem: Die Durchsetzung von Rechnungslegungsstandards, Frankfurt am Main 2000, S. 138.

<sup>39</sup> Vgl. W. Busse von Colbe: Kleine Reform der Konzernrechnungslegung durch das TransPuG, in: Betriebs-Berater, 57. Jg. (2002), H. 31, S. 1587.

<sup>40</sup> Allerdings ist dies eine Reaktion auf ein durch Unternehmensverschulden entstandenes Problem: Gäbe es nur geringe Incentives zur Bilanzmanipulation, dann könnten auch die Sanktionen eher gering ausfallen.

<sup>41</sup> Vgl. C. Watrin: Sieben Thesen zur künftigen Regulierung der Rechnungslegung, in: Der Betrieb, 54. Jg. (2001), H. 18, S. 934.

# Gut beraten mit Strategie



**A. Anwander**  
**Strategien  
erfolgreich verwirklichen**  
**Wie aus Strategien echte Wettbewerbsvorteile werden**  
Zweite, erweiterte Auflage

**Wie aus Strategien echte Wettbewerbsvorteile werden**

Das Buch zeigt Schritt für Schritt, wie eine Führungsmannschaft ihre Strategien schneller, konsequenter, flächendeckender und nachhaltiger als der Wettbewerb verwirklichen kann. Die Navigationsinstrumente der Strategieverwirklichung bieten dabei ein anschauliches und praxiserprobtes Handwerkszeug, mit dem es auf dem Weg aus einer Alten in eine Neue Welt jederzeit gelingt, den eigenen Standort zu bestimmen, das Umfeld einzuschätzen und zu entscheiden, in welche Richtung und wie man am besten voranschreitet.

2., erw. Aufl. 2002. XXII, 433 S. 150 Abb. Geb. € 49,95;  
sFr 77,50 ISBN 3-540-42445-8

**Springer · Kundenservice**  
Haberstr. 7 · 69126 Heidelberg  
Tel.: (0 62 21) 345 - 217/-218  
Fax: (0 62 21) 345 - 229  
e-mail: [orders@springer.de](mailto:orders@springer.de)

Die €-Preise für Bücher sind gültig in Deutschland und enthalten 7% MwSt. Preisänderungen und Irrtümer vorbehalten.  
d&p - 008290\_sf2x\_1c



Springer