

# Wenn Ökonomen Verbrecher jagen

Ein neuer Forschungszweig erobert die Wirtschaftswissenschaft: die forensische Ökonomie. Ihre Ergebnisse sind spektakulär.

NORBERT HÄRING | FRANKFURT

Es ist kein Geheimnis, dass die United Fruit Company (UFC) zu den größten wirtschaftlichen Profiteuren gehörte, als der CIA 1954 in Guatemala einen Staatsstreich inszenierte. Neu ist, dass offenbar hochrangige Mitglieder von US-Regierung und Geheimdienst aus ihrem Wissen um den von Ihnen ausgeheckten Putsch Kapital schlagen oder dafür sorgten, dass andere damit Geld verdienten.

Eine Studie der Ökonomen Arindrajit Dube, Ethan Kaplan und Suresh Naidu liefert dafür starke Indizien. Die Forscher analysierten anhand der inzwischen zugänglichen Informationen über eine Vielzahl von CIA-geführten Staatsstreich, wie sich der Aktienkurs der potenziell begünstigten Unternehmen direkt nach Genehmigung einer verdeckten Aktion durch den CIA-Chef oder den Präsidenten entwickelte.

Die Vorbereitung der Aktionen war streng geheim, nur ein enger Kreis Eingeweihter konnte im Vorfeld davon wissen. Doch die UFC-Aktie schoss schon vor dem Staatsstreich nach oben. Ähnliche Muster beobachteten die Forscher auch in anderen Fällen. Bevor der CIA 1953 in Iran den Premierminister Mohammad Mossadegh stürzte, kletterten die Aktien des Öligiganten Anglo-American – genauso wie die Aktien der Bergwerksgesellschaft Anaconda vor dem von den USA initiierten Staatsstreich gegen Chiles Regierungschef Salvador Allende im Jahr 1973.

Die Studie von Dube, Kaplan und Naidu ist ein Musterbeispiel für eine neue ökonomische Forschungsrichtung, die derzeit einen starken Aufschwung erlebt: Immer häufiger versuchen Ökonomen, mit ihren Methoden kriminellen Handlungen auf die Spur zu kommen. Weil die Forscher im Grunde vorgehen wie Gerichtsmediziner, heißt dieser Zweig auch „forensische Ökonomie“. Oder auch, weil es sich meistens um Daten aus der Finanzwelt handelt, „Forensic Finance“. Das Ausnutzen von Insiderinformationen und das damit verwandte Frontrunning, wie in der CIA-Studie, sind sehr beliebte Untersuchungsgegenstände der Ökonomie-Forensiker.

Die auffälligen Kursentwicklungen im Vorfeld von CIA-Staatsstreichern legen zwei Hypothesen nahe. Entweder machte die Führung der begünstigten Unternehmen – mit der sich, wie die Aktien zeigen, der CIA eng abstimmt – ihr Wissen zu Geld. Oder die CIA-Obersten, die häufig zuvor an der Wall Street tätig waren, nutzten ihre Insiderkenntnisse selbst für einträgliche Geschäfte.

Zum Teil gab es auch persönliche Verflechtungen mit den Unternehmen. Allen Dulles, CIA-Chef während des Guatemala-Putsches, saß im Aufsichtsrat der United Fruit Company, sein Bruder, der US-Außenminister John Foster Dulles, hatte ebenfalls Verbindungen zum Unternehmen. Der Unterstaatssekretär für inneramerikanische Beziehungen war der Bruder des ehemaligen UFC-Präsidenten Thomas Cabot. Er war für die Verteilung der amerikanischen Militär- und Wirtschaftshilfe zuständig.

Der Insiderhandel mit Geheimdienstinformationen ist nur die Spitze des Eisbergs, zeigen die Ökonomie-Forensiker. Durch die Auswertung von Pflichtmeldungen bei der amerikani-



schon Börsenaufsicht SEC stellten Andriy Bodnaruk, Massimo Massa und Andrei Simonov fest: Vor einer Übernahme kaufen Aktienfonds, die mit Investmentbanken verbunden sind, häufig im großen Stil Aktien des zu übernehmenden Unternehmens. Damit lässt sich ein schönes Zubrot verdienen – schließlich steigt nach Bekanntwerden einer Übernahmeofferte der Aktienkurs meist kräftig an.

Manchmal kommen die Ökonomie-Forensiker zu gewagten Hypothesen – und stellen später fest, dass alles noch viel schlimmer ist, als sie dachten. So fand David Yermack in einem 1997 veröffentlichten Papier heraus: Wenn ein Unternehmen seinen Topmanagern Aktienoptionen gewährt, entwickeln sich seine Aktien unmittelbar danach ungewöhnlich gut. Yermack, einer der profiliertesten Finanz-Forensiker, stellte die Hypothese auf, dass die Unternehmenschefs gute Nachrichten zurückhalten, bis sie ihre Optionen haben.

## Manager und Analysten mauscheln

Jahre später strafte Erik Lie diese Hypothese Lügen. Er stellte fest: Nicht nur die Aktie des Unternehmens selbst, sondern auch der Aktienmarkt insgesamt steigt umso stärker, je mehr Optionen vorher an das Führungspersonal verteilt wurden. Dafür aber können die Insiderinformationen der Chef nicht verantwortlich sein. Lies Schlussfolgerung: Die Manager suchen sich den Termin, zu dem die Option gewährt wird, erst im Nachhinein

aus – die Optionen werden auf Termin rückdatiert, nach denen sich die Aktienkurse besonders gut entwickelt haben. Das wäre nur legal, wenn es berichtet und der Gewinn versteuert würde, was in aller Regel nicht stattdessen hat.

Die Zutunft der Finanzmarkt-Forscher tat sich zunächst schwer, diese Erkenntnisse zu akzeptieren. Mehrere Finance-Zeitschriften lehnten die Veröffentlichung von Lies Studie ab. Die Gutachter konnten nicht glauben, dass so eklatante Regelverstöße die statistischen Auffälligkeiten erklären sollten. Der Aufsatz erschien schließlich 2005, als Berichte über Rückdatierungen bereits durch die Presse gegangen waren, in der betriebswirtschaftlichen Zeitschrift „Management Science“.

Eine Vorschrift des Sarbanes-Oxley-Gesetzes beendete die ungewöhnlich gute Kurzfristperformance der CEO-Aktien, stellte Lie fest: Ab 2002 mussten Manager neue Optionen innerhalb von zwei Tagen melden, vorher hatten sie zehn Tage oder mehr Zeit. Die neue Regel machte das Rückdatieren schwieriger. Nachdem das „Wall Street Journal“ in Zusammenarbeit mit Ökonomie-Forensikern über die Rückdatierungen berichtet hatte, wurde daraus binnen kurzem ein Riesenskandal, der Dutzende Topmanager den Job kostete, sie vor den Kadi brachte und den Unternehmen Sammelklagen einbrachte.

Heute hat sich die Forensic Finance mit einer Reihe viel beachteter Ergebnisse so etabliert, dass zumin-

dest die Skepsis der Gutachter als Hindernis ausgeräumt sein sollte. Die Liste der Regelverstöße und Selbstbereicherungen, die die Finanzforensiker in den letzten zehn Jahren aufgedeckt haben, lässt sich fast beliebig verlängern.

So wiesen Wirtschaftswissenschaftler Analysten nach, dass sie die Kleinanleger mit übermäßig optimistischen Kaufempfehlungen für dumm verkaufen, während sie gleichzeitig ihren anspruchsvolleren institutionellen Kunden ein realistischeres Bild ihrer Einschätzung geben.

## Zahme Aufsichtsräte sind erwünscht

Vorstandschefs nehmen nach den Erkenntnissen der Forensiker großen Einfluss auf die Auswahl ihrer Aufseher – vorzugsweise holen sich die Topmanager Alliierte in den Verwaltungsrat (Board). Das bewirkt, dass Board-Mitglieder, die offiziell als unabhängige gelten, dies in Wahrheit gar nicht sind. So haben zum Beispiel Analysten, die über längere Zeiträume besonders positiv über ein Unternehmen urteilen, sehr gute Chancen, einmal in den Board aufzurücken.

Studien belegen auch, dass Banken, die Börsengänge organisieren, neue Aktien gerne zu billig auf den Markt bringen – um diese dann an wichtige Personen zu verteilen, die ihnen im Gegenzug und zum Schaden ihres eigenen Unternehmens gute Geschäfte zuschanzen.

Immer und immer wieder zeigen die Studien, dass überdurchschnittlich hohe Gewinne der Finanzinsti-

tute teils auf zweifelhaften Geschäftspraktiken basieren.

So stellten Miguel Ferreira und Pedro Matos fest: Immer dann, wenn eine Bank über Aufsichtsrat oder Aktienbesitz eine wichtige Position bei einem Unternehmen einnimmt, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass sie bei der Emission einer großen Unternehmensanleihe das Bankenkonkordium anführen darf. Wenn die Banken den Firmen, bei denen sie Insider sind, Geld leihen, ist das Ausfallrisiko niedriger als bei anderen Unternehmen, dafür nehmen die Banken aber einen höheren Zins. „Der Einfluss der Banken auf Unternehmen dient vor allem dem Wohle der Banken“, schließen die Autoren.

Für Deutschland haben Ingolf Dittmann, Ernst Maug und Christoph Schneider festgestellt, dass Banker im Kontrollgremium oft Schaden anrichten: „Die Präsenz von Bankern im Aufsichtsrat hat einen signifikant negativen Effekt auf die Performance des Unternehmens“, lautet ihr Fazit.

UNSERE THEMEN	
MO	ÖKONOMIE
DI	ESSAY
MI	GEISTESWISSENSCHAFTEN
DO	NATURWISSENSCHAFTEN
FR	LITERATUR

## WISSENSWERT

### Banker sind überbezahlt – wie schon 1929

OLAF STORBECK | DÜSSELDORF

Fast 20 Milliarden US-Dollar an Boni haben Banker in den USA im Krisenjahr 2008 kassiert – genau so viel wie 2004, als die Welt noch in Ordnung war. „Das ist der Gipfel der Verantwortungslosigkeit“, kritisierte US-Präsident Barack Obama. In Zeiten, in denen die Geldinstitute nur dank massiver Staatshilfen überleben, sollten die Banker mehr „Zurückhaltung und Disziplin“ zeigen, forderte Obama Ende Januar.

Die Maßlosigkeit der Finanzbranche hat System, zeigt eine neue Studie. Thomas Philippon von der New York University und Ariell Reshev von der University of Virginia stellen darin fest: Bereits seit Mitte der neunziger Jahre sind US-Banker systematisch und massiv überbezahlt.

Im Finanzsektor konnten gut ausgebildete Akademiker im vergangenen Jahrzehnt deutlich mehr verdienen als in anderen Branchen, und die Gehälter sind überproportional schnell gestiegen, zeigt die Analyse von Philippon und Reshev. Besonders extrem war die Entwicklung im Investment-Banking.

Banken müssten zwar gut ausgebildete Mitarbeiter, die Börsengänge organisieren, Kreditrisiken bewerten und andere komplexe Aufgaben übernehmen, entsprechend bezahlen, räumen die Forscher ein. Doch seien ab Mitte der neunziger Jahre die Gehälter derart fürstlich gewesen, dass sie mit solchen Argumenten allein nicht mehr zu rechtfertigen gewesen seien.

Lediglich 50 bis 70 Prozent der Lohnunterschiede zur restlichen Privatwirtschaft ließen sich mit den höheren Anforderungen an das Personal in der Finanzbranche erklären. Die restlichen 30 bis 50 Prozent sind laut Studie leistungsloses Einkommen – eine ungerechtfertigte „Rente“, wie es im ökonomischen Fachjargon heißt.

Zu diesen Exzessen gibt es eine erstaunliche historische Parallele: Ähnlich gut waren die Verdienstmöglichkeiten an der Wall

Street ab Mitte der zwanziger Jahre – unmittelbar vor dem Börsencrash und der „Great Depression“. Damals wie heute war die „Entlohnung der Angestellten in der Finanzindustrie zu hoch, als dass sie mit einem nachhaltigen Arbeitsmarkt-Gleichgewicht hätte einhergehen können“, heißt es in der Studie.

Angesichts dieser historischen Parallele lasse sich die Entwicklung der vergangenen Jahre auch nicht damit erklären, dass durch den Siegeszug von Computer und Internet in den Banken viele einfache Tätigkeiten weggefallen sind, schreiben die Wissenschaftler. Auch das gute Börsenklima der neunziger Jahre scheidet als Erklärung aus. Denn in anderen Zeiten, die durch ein hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis oder Handelsvolumen an den Börsen geprägt waren, wirkte sich dies nicht auf die Löhne in der Finanzindustrie aus.

Ein zentraler Faktor für die Gehaltsexzesse in der Finanzbranche dürfte die lasche Regulierung des Bankensektors gewesen sein – in den zwanziger Jahren ebenso wie sieben Jahrzehnte später. Zwischen Regulierungsdichte und Entlohnung im Bankensektor besteht laut Studie ein sehr enger Zusammenhang. Nach der „Great Depression“ legte die US-Regierung den Banken Daumenschrauben an – parallel dazu verloren die Banker ihren Gehaltsvorsprung gegenüber der restlichen Wirtschaft. Das änderte sich mit der Deregulierung der Branche in den achtziger Jahren.

Die Schlussfolgerung für die Politik liegt auf der Hand: Will sie die Gehaltsexzesse der Banker beenden, sollte sie die Branche wieder an die kürzere Leine nehmen.

„Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909 – 2006“ von Thomas Philippon und Ariell Reshev, NBER Working Paper Nr. 14644 (Januar 2009)

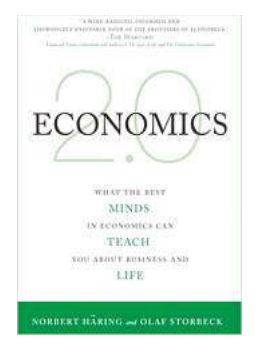
Download der Studie: [www.handelsblatt.com/oekonomie](http://www.handelsblatt.com/oekonomie)

## Englische Ausgabe von „Ökonomie 2.0“

Das Buch „Ökonomie 2.0“ der Handelsblatt-Journalisten Norbert Häring und Olaf Storbeck ist jetzt in aktualisierter und überarbeiteter Fassung auf Englisch zu haben.

Das Buch „Economics 2.0 – What the Best Minds in Economics Can Teach You about Business and Life“ ist Ende Dezember beim New Yorker Wissenschaftsverlag Palgrave Macmillan erschienen und ab sofort auch in Europa lieferbar. Kern des Buchs sind neu arrangierte und editierte Beiträge von der

Ökonomie-Seite des Handelsblatts. Die deutsche Ausgabe, die im April 2007 im Stuttgarter Schöffer-Poeschel Verlag erschienen ist, hat der Literaturredakteur getAbstract als bestes Wirtschafts-



buch des Jahres 2007 ausgezeichnet. Inzwischen wurden davon mehr als 20 000 Exemplare verkauft. Für die englische Ausgabe haben die Autoren ein Kapitel über Ursachen und Folgen der Finanzkrise ergänzt. „Financial-Times“-Kolumnist Tim Harford lobt „Economics 2.0“ als „breitgefächerte, sachkundige und durch und durch unterhaltsame Reise an die ökonomische Forschungsfront“. Beide Ausgaben können unter [www.handelsblatt-shop.de](http://www.handelsblatt-shop.de) bestellt werden.

# Korruption effizient bekämpfen – Handeln Sie jetzt!

Unter anderem mit diesen hochrangigen Referenten:



Dr. Martin Auer, Leiter Konzernrechtsabteilung, Compliance-Beauftragter, MVV Energie AG



Dietmar Kokott, ehem. Senior Vice President Global Human Resources Executive Management and Development, BASF Group



Dieter Reitmeyer, Gründer und Geschäftsführer, redi-Group GmbH



Sunita Ute Saxena, Bereichsleiterin Corporate Compliance, T-Systems Enterprise Services GmbH



Prof. Dr. Hendrik Schneider, Lehrstuhl für Strafrecht, Universität Leipzig

4. Handelsblatt Jahrestagung Unternehmensrisiko Korruption 2009, 30. und 31. März 2009, Frankfurt/Main

Weitere Informationen unter: <http://vhb.handelsblatt.com/korruption>

Handelsblatt  
Substanz entscheidet.

Handelsblatt  
Veranstaltungen

## Unternehmensrisiko Korruption 2009.

Bitte faxen an: 0211.9686-4506

- Ja, ich nehme am 30. und 31. März 2009 in Frankfurt/Main teil zum Preis von € 1.999,- zzgl. MwSt. p. P. [P1200258M012]
- Bitte senden Sie mir unverbindlich das detaillierte Tagungsprogramm zu.
- Ich interessiere mich für Ausstellungs- und Sponsoringmöglichkeiten.

Name \_\_\_\_\_  
Firma \_\_\_\_\_  
Anschrift \_\_\_\_\_  
Telefon \_\_\_\_\_  
E-Mail \_\_\_\_\_  
Datum \_\_\_\_\_ Unterschrift \_\_\_\_\_

oder einsenden an: EUROFORUM, Informa Deutschland SE  
Kristina Angeli, Postfach 111234, 40512 Düsseldorf,  
E-Mail: [kristina.angeli@informa.com](mailto:kristina.angeli@informa.com)

Bitte rufen Sie uns an: 0211.9686-3506