



Welche Anreizsysteme führen zu Finanzkrisen?

Alexander Wagner

UFSP Finanzmarktregulierung

CEPR, ECGI und SFI

PwC und SWIPRA

alexander.wagner@bf.uzh.ch



- Fokus: Finanzkrise 2007-2009, Great Recession
- Leverage vs. Asset Risk
- Ex-ante vs. Ex-post
- Bad decisions vs. Ethische Probleme
 - Conduct risk (Grossbanken international: >US\$200bn, nicht idiosynkratische Risiken)
 - LIBOR, FX Manipulation, Steuer, etc.
 - Nicht nur ein Problem der Finanzindustrie



- Viele Faktoren
- Heutiger Vortrag: Anreizsysteme
- The Board of Governors of the Federal Reserve System (2011): *“Risk-taking incentives provided by incentive compensation arrangements in the financial services industry were a contributing factor to the financial crisis that began in 2007”*
- Umfrage durch PricewaterhouseCoopers (2008) *Which factors have created the conditions for the credit/banking crisis?*
 - 70% “reward systems”
 - 73% “culture and excessive risk-taking”



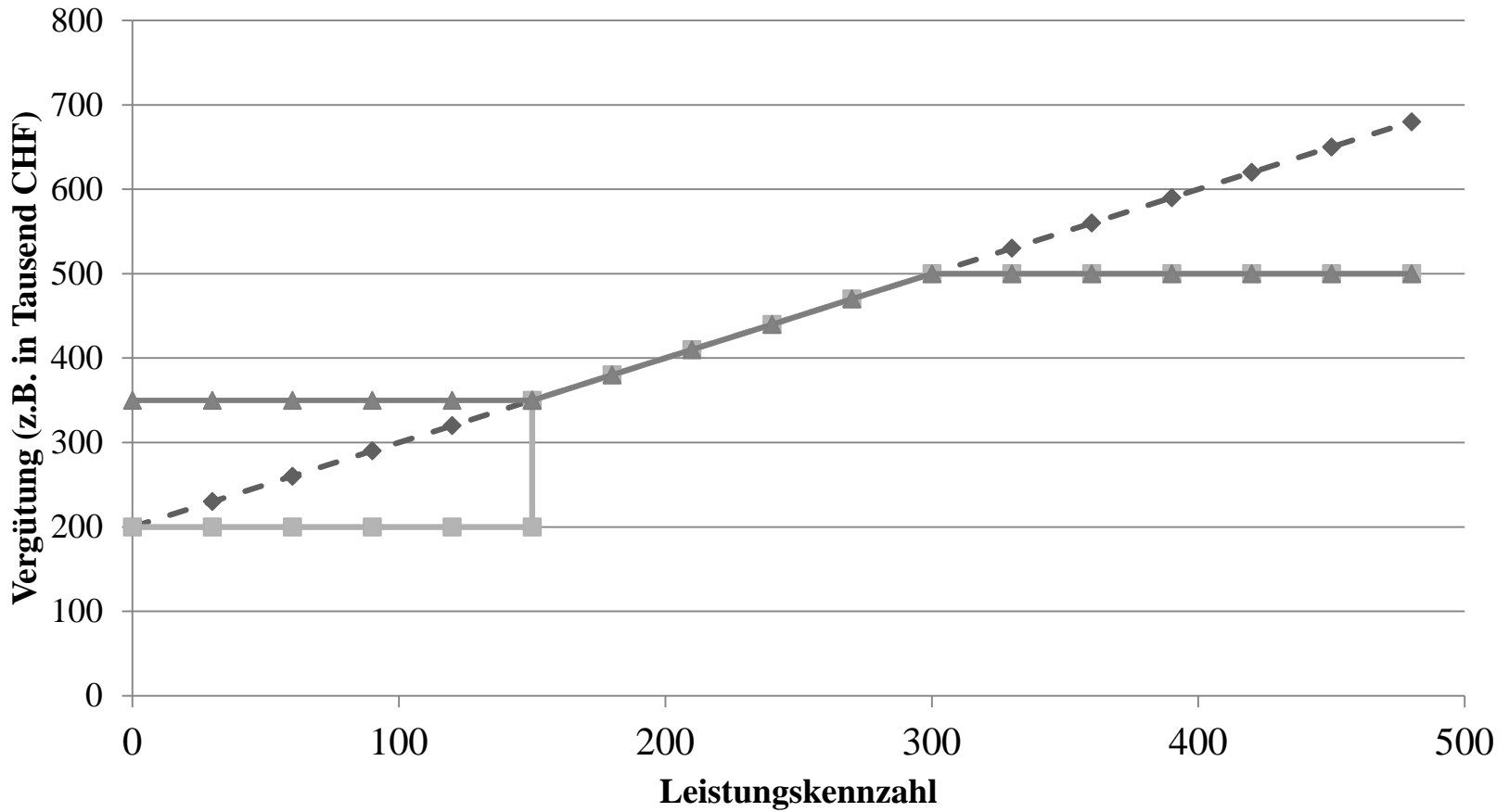
- „The formal and informal rules that determine the ways in which the value creation and destruction are divided among the value creators and destroyers within an organization, which in turn affects the amount of value that is created or destroyed.“ (Hall 2002)
- Zentrales, oft vernachlässigtes Prinzip: You get what you pay for.



1. Level: Obergrenze für Boni
2. Struktur: Aktien, Option, Performance Shares, Fremdkapital

Fokus auf ökonomische/konzeptionelle Ideen

Fokus auf Anreize für Risikonahme



- ◆— Linearer Bonus / Beteiligungsplan
- "High-powered Bonus", mit Obergrenze
- ▲— Standard-Bonus, mit Obergrenze



- Management von «Headline risk»
- Regulatorische Tendenzen
- Indirekte Vorteile

- Kein Ersatz für schlechtes Design und schwache Governance
- Verzerrte Anreize sowohl am oberen als auch am unteren Ende
- Erhöhte Risiko-Anreize durch Konvexität bei «Floor»

- Vernünftige Zwischenlösung: Zielbonus-System

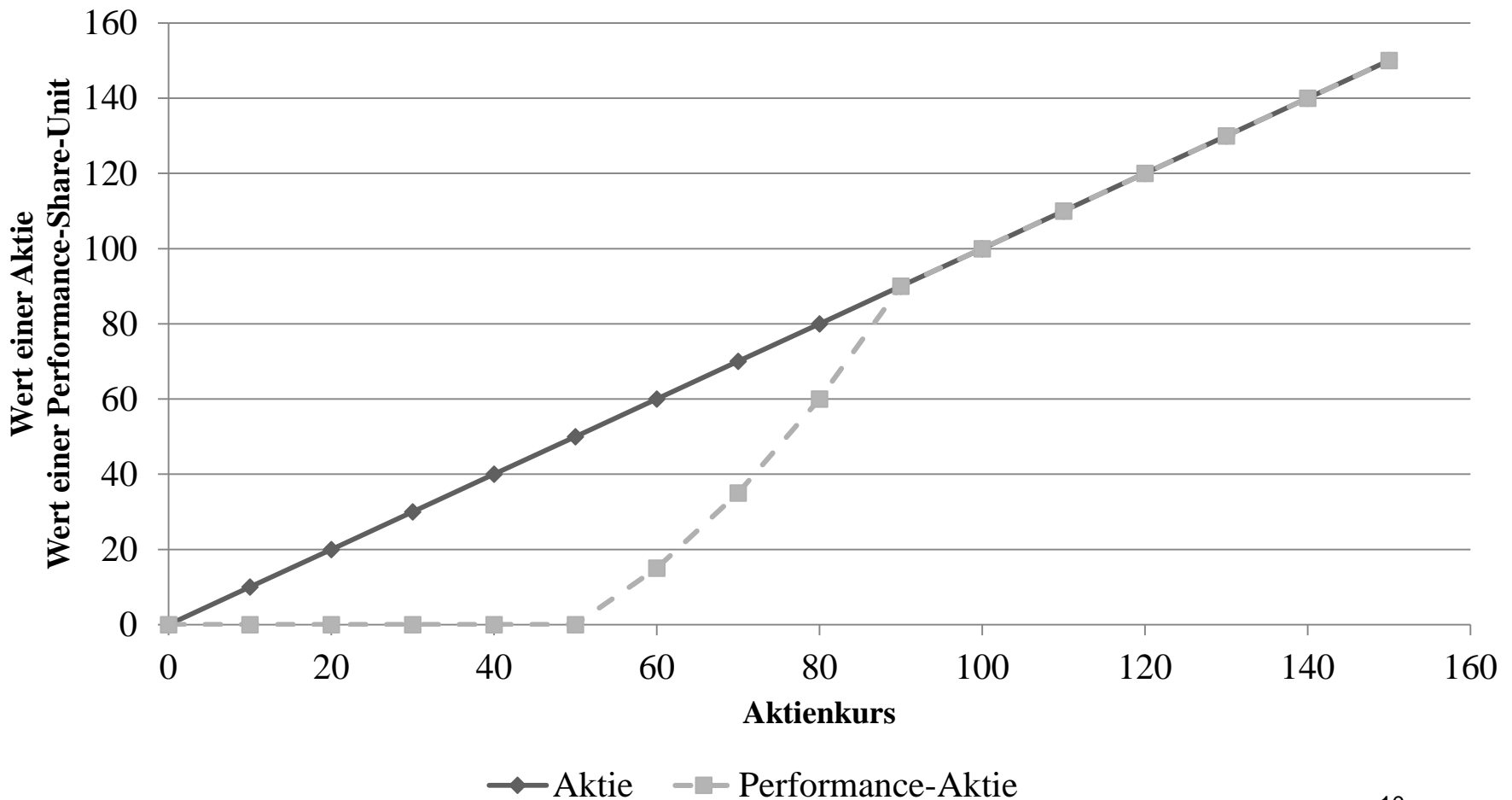


- Common «wisdom»: Aktien = gut, Optionen = böse
- Aber: Aktien *sind* Optionen



- Chesney, Stromberg und Wagner (2017):
 - Asset-Risiko-Anreize von Aktien viel grösser als üblicherweise gemessen
 - Gesamtanreize von Aktien- und Optionspaketen anders als üblicherweise verstanden
 - Anreize explizit abhängig von Leverage der Unternehmung
 - Empirisches Ergebnis: «Asset incentives» erklären Risiko-Politik von US-Banken vor der Krise

- Performance-Aktien haben besonders ausgeprägten Optionscharakter





- Jensen und Meckling (1976): Nexus of contracts
- Es besteht kein Grund, nur in Aktien zu vergüten.
- «Inside debt» ist optimal (und implementierbar)



Abschliessende Bemerkungen



- Rolle von sozialen Normen
- Compensation Committees
- Struktur der Say-on-pay-Abstimmungen
- KPIs
- Relative vs. absolute Vergütung
- Discretion
- «Ausserordentliche» Ereignisse
- Value Reporting
- Compensation Consultants
- Subjective value vs. Objective cost
- Etc. Etc.



- Ausrichtung der Vergütungs- und Governance-Praxis an «Best practice»
- Bonus-System mit Obergrenze und mit herausfordernden Zielen für Minimalbonus, starke interne Turnier-Anreize
- Performance-Shares und herausfordernde Vesting-Bedingungen mit Berücksichtigung relativer Performance (statt mit einfachen Aktien mit langer Haltedauer)
- Kein «Inside Debt», nur Fokus auf Aktionäre
- Board, das an ein Comp Committee delegiert, das sich nur auf Vergütung konzentriert (und Aspekte der Kapitalstruktur der Unternehmung und des Risikomanagements anderen überlässt)



Diskussion



Anhang



	Risikonahme	Performance
Anreize	DeYoung, Peng und Yan (2013) van Bekkum (2016) Chesney, Stromberg und Wagner (2017)	Fahlenbrach und Stulz (2011)
Andere Governance-Aspekte	Cheng, Hong und Scheinkman (2015) Ellul und Yerramilli (2013)	Adams (2012) Erkens, Hung und Matos (2012)

- Adams, Renée, 2012, Governance and the financial crisis, *International Review of Finance* 12, 7-38.
- van Bekkum, Sjoerd, 2016, Inside debt and bank risk, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 51, 359-385.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011, Incentive Compensation Practices: A Report on the Horizontal Review of Practices at Large Banking Organizations, October 2011.
- Cheng, Ing-Haw, Harrison Hong, and Jose Scheinkman, 2015, Yesterday's heroes: Compensation and creative risk-taking, *Journal of Finance* 70, 839-879.
- Chesney, Marc, Jacob Stromberg, and Alexander F. Wagner, 2017, Managerial incentives to take asset risk, SFI Research Paper.
- DeYoung, Robert, Emma Y. Peng, and Meng Yan, 2013, Executive compensation and business policy choices at U.S. Commercial banks, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, 165-196.
- Ellul, Andrew, and Vijay Yerramilli, 2013, Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U.S. Bank holding companies, *Journal of Finance* 68, 1757-1804.
- Erkens, David H., Mingyi Hung, and Pedro Matos, 2012, Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide, *Journal of Corporate Finance* 18, 389-411.
- Fahlenbrach, Rüdiger, and René Stulz, 2011, Bank ceo incentives and the credit crisis, *Journal of Financial Economics* 99, 11-26.
- Hall, Brian, 2002, Incentive strategy within organizations, *Harvard Case Study* 9-902-131.
- Wagner, Alexander F., 2014, Regulierung von Managervergütung, *Der Schweizer Treuhänder* 420-424.
- Wagner, Alexander F., and Christoph Wenk, 2016, Corporate governance: Beyond best practice, SFI White Paper, online verfügbar: <http://bit.ly/SFICorpGov>