

Fehlanreize bei Manager-Salären

SCHWEIZ Es braucht einfachere Vergütungssysteme mit mehr Bindung der Geschäftsführung an den Unternehmenserfolg.

CHRISTOPHE VOLONTÉ

Wenn die Unternehmen alljährlich im Frühling ihre Geschäftszahlen vorlegen, interessieren vor allem auch die Löhne der CEO. Vor ziemlich genau sechs Jahren, am 3. März 2013, hat das Schweizer Stimmvolk deswegen die Volksinitiative «gegen die Abzockerei» mit deutlichen 67,9% angenommen. Damit wurden den Aktionären mehr Mitspracherechte in Bezug auf die Vergütungen eingeräumt.

Pensionskassen müssen ihre Stimmrechte nun auch «im Sinne ihrer Versicherten» wahrnehmen. Ziel war es, dadurch die Vergütungen besser an den Aktionärsinteressen auszurichten. Zum einen sollte die Mitsprachemöglichkeit zu einer Drosselung der Vergütungshöhe führen, zum anderen sollte sich der Zusammenhang zwischen der Leistung und dem Lohn verbessern. Denn Vergütungssysteme müssen Anreize setzen, dass Managemententscheide langfristig Unternehmenswert schaffen.

Informationsvorsprung

Die vor dieser Abstimmung entstandenen Vergütungssysteme wurden von vielen nicht als Mittel zur Interessenangleichung zwischen Management und Aktionariat im Sinne einer guten Corporate Governance verstanden, sondern als Resultat von zu viel Macht des Managements bei der Festsetzung seines Gehalts gegenüber dem Verwaltungsrat. Dies umso mehr, als Manager einen natürlichen Informationsvorsprung haben. Prominente Auswüchse waren die Managementbezüge bei Credit Suisse Group und Novartis.

Solche Exzesse sind seither nicht mehr in diesem Ausmass vorgekommen, viele Vergütungsmodelle wurden jedoch komplexer und undurchsichtiger. Vergütungsberichte können heute über sechzig Seiten vordergründig transparent das Vergütungssystem beschreiben, ohne dass dem Leser schlussendlich ein direkter Zusammenhang zwischen Performance und Bonus klar ersichtlich werden würde.

Obwohl ein Grossteil der Vergütung häufig als «variabel» oder «leistungsabhängig» deklariert wird, scheint sich dieser Anteil oft nicht synchron mit dem Ergebnis zu bewegen. Bei einigen Modellen werden die Zielgrössen jährlich geändert, die Ergebnisse adjustiert oder die Gewichtung der Leistungskriterien angepasst. Auch die Wahl der Unternehmensgruppe, mit der die Löhne verglichen werden, bleibt in vielen Fällen unklar.

Grosser Ermessensspielraum

Insbesondere in der Finanzindustrie machen die Unternehmen einen gewichtigen Teil des Bonus von qualitativen und vagen Kriterien wie «inspirierende Führung», «Integrität» oder «Leadership» abhängig. Die Leistungsbeurteilung bleibt dabei für einen Aussenstehenden unverständlich, und es stellt sich die Frage, ob solche Kriterien nicht ohnehin die Voraussetzung für die Berufung in höchste Managementfunktionen sind. Oft wird dies ergänzt durch einen erheblichen Ermessensspielraum bei der Beurteilung durch den Verwaltungsrat. Beides führt in der Regel eher zu hohen Vergütungen, da der Bonus zum Basissalär dazukommt und dadurch kein eigentliches Verlustrisiko existiert.



Aktionäre haben bei komplexen Modellen kaum eine Vorstellung, wie hoch die effektiv realisierte Vergütung sein wird.

Governance



Grundsätze der guten und verantwortungsvollen Unternehmensführung, subsumiert unter dem Begriff Corporate Governance,

betreffen jeden Aktionär. «Finanz und Wirtschaft» publiziert regelmässig Artikel zu Corporate Governance in Schweizer Unternehmen. Die Beiträge in dieser Rubrik stammen von mehreren Autoren. Ihre Meinung muss nicht mit derjenigen der Redaktion übereinstimmen.

zRating erachtet nur 18% aller Vergütungsmodelle als gut verständlich. Und leider gehen die Vergütungsmodelle in die falsche Richtung. Einfache und transparente klassische Aktienprogramme werden durch sogenannte Long-Term Incentive Plans mit Performance Share Units ersetzt. Obwohl diese von einigen Stimmrechtsberatern und institutionellen Investoren gefordert werden, führen sie auf-

grund ihrer optionsähnlichen Ausgestaltung mit Hebelwirkung zu aggressiveren Anreizsystemen. Zudem hat der Aktionär bei der Genehmigung dieser Ansprüche («At Grant»), deren Bewertung schwierig und komplex ist, wenig Vorstellung davon, wie hoch die effektiv realisierte Vergütung ausfallen wird («Realized Compensation»). Die Kombination zwischen mehr Anrechten auf Aktien aufgrund einer höheren Zielerreichung über die Beurteilungsperiode und dem in der Regel höheren Aktienkurs aufgrund der besseren Unternehmensperformance kann sehr hohe Vergütungen zur Folge haben. Stark erschwert wird dies dadurch, dass die Offenlegung diesbezüglich sehr unterschiedlich gehandhabt wird. Auch bezüglich der Transparenz haben die Unternehmen viel Nachholpotenzial (vgl. Grafik 1).

Geht man von der Annahme aus, dass der Aktienkurs neben den langfristigen Gewinnaussichten auch Qualität und Leistung des Managements spiegelt, sind Aktien ein transparentes und verständliches Vergütungselement. Ebenso sinnvoll ist es, wenn jederzeit ein Anteil an Aktien gehalten werden muss. Solche Regeln zum Mindestaktienbesitz werden zurzeit verstärkt eingeführt, was zu begrüssen ist. Der Zeitpunkt des Aktienkaufs hängt dabei jedoch vom Manager selbst ab.

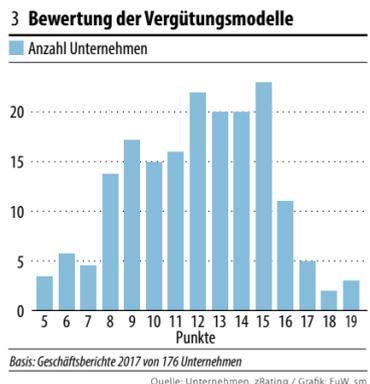
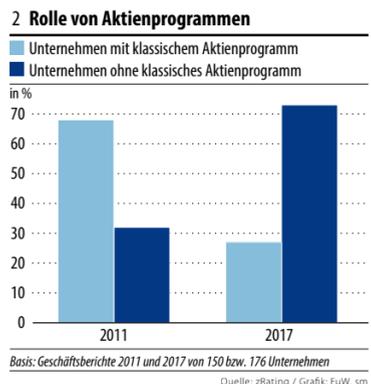
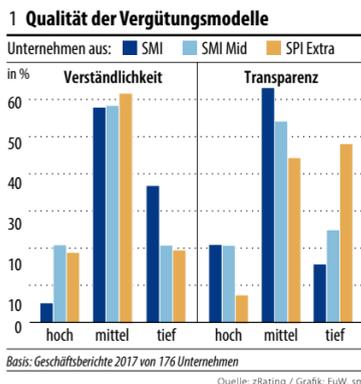
Verständliche und transparente Vergütungsmodelle mit klassischen Aktienprogrammen und nicht überhöhten Salären werden bei zRating bei der Bewertung der Vergütungsmodelle belohnt. Von 20 Punkten, die maximal erreicht werden können, werden im Durchschnitt nur 12 Punkte erzielt (vgl. Grafik 3).

Gesperrte Aktien nutzen

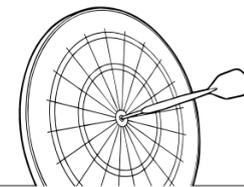
Das einfachste Mittel, die langfristigen Interessen zwischen Management und Aktionär anzugleichen, ist die Auszahlung des Basissalärs oder des Bonus in Form von gesperrten Aktien. Um eine wirklich langfristige Orientierung herbeizuführen, sollten diese Sperrfristen – auch längere als die heute üblichen drei Jahre – bei Austritt des Mitarbeiters aus dem Unternehmen weiter Bestand haben.

Das Management könnte sich so auf den effizienten Umgang mit knappen Mitteln konzentrieren, um die langfristige Überlebensfähigkeit des Unternehmens zu sichern. Gute Nebeneffekte wären kürzere, verständlichere Vergütungsberichte sowie eine stärkere Position des Vergütungsausschusses gegenüber dem Management.

Christophe Volonté ist Head Corporate Governance bei Inrate und verantwortlich für die Aktionärsdienstleistung zRating.



Hot Corner



Bevor der Wind wieder dreht

Die Windkraft ist eine der zukunfts-trächtigsten erneuerbaren Energien. In den vergangenen zwanzig Jahren wurden Tausende neue Windkraftanlagen erstellt. Die Gesamtkapazität erreichte 2018 weltweit 600 GW, im Vorjahr waren es noch 546 GW.

Eine Nutzniesserin dieses Trends ist die deutsche Herstellerin von Onshore-Windanlagen, Nordex (Frankfurt: NDX1, Börsenwert: 1,24 Mrd. €, Kurs: 13,23 €). Die Aktien des in Hamburg ansässigen Unternehmens sind Bestandteil der deutschen Technologie- und Small-Cap-Indizes TecDax und SDax. Sie haben seit Anfang Jahr eine Kursperformance von 66% hingelegt und gehören damit zu den erfolgreichsten deutschen Papieren.

Schwachwind-Spezialist

Nordex stellt wie die grösseren und bekannteren Anbieter, Vestas oder SiemensGamesa, Windturbinen her und hilft bei der Planung und Wartung von Windparks. Das 1985 in Dänemark gegründete Unternehmen hat sich auf Schwachwind-Anlagen spezialisiert. Sie sind für die Erschliessung von Standorten mit niedrigen Windgeschwindigkeiten im Landesinneren ausgelegt. Offshore-Anlagen, die auf dem Meer gebaut werden, sind nicht im Angebot.

Nordex-Turbinen haben typischerweise eine Leistung von 2 bis 4,5 MW. Das sind grosse, aber nicht ganz grosse Windanlagen. Trotzdem können die Windräder einen Rotordurchmesser von 150 m haben und bis zu 240 m hoch sein.

Das Unternehmen, das 2018 rund 2,5 Mrd. € umgesetzt hat und für 2019 3,2 bis 3,5 Mrd. € in Aussicht stellt, ist seit 2001 kotiert. Derzeit wird es mit Aufträgen überschwemmt, was die Aktien treibt. Zuletzt war es ein Projekt in Griechenland für 36 Windanlagen. Auch sonst ist die Pipeline mit Aufträgen aus Luxemburg, Italien, der Ukraine, den USA, den Niederlanden, Indien und Frankreich prall gefüllt. Der Auftragseingang hat sich 2019 zum Vorjahr um 64 Prozent auf 3,6 Mrd. € erhöht.

Grosser Preisdruck

Die Aussichten bleiben gut. In den kommenden Jahren werden in Spanien und Deutschland Kapazitäten im Gigawattbereich ausgeschrieben, und auch in Überseemärkten wie Mexiko, Kolumbien oder Indien werden Auktionen durchgeführt. Ähnlich wie die Solarindustrie sind auch Anbieter von Windanlagen aber grossem Preisdruck ausgesetzt. Er wird durch den Einsatz von Auktionen bei der Ausschreibung von Projekten noch verstärkt. Für 2019 erwartet das Unternehmen eine Ebitda-Marge zwischen 3,0 und 5,0%, im Vorjahr waren es 4,1%, davor noch 6,5%.

Solange das Momentum beim Auftragseingang sich fortsetzt, dürften die Aktien weiter profitieren. Doch der Wind kann auch schnell und massiv drehen. Trotz steiler Kursrally bewegen sich die Aktien mit aktuell rund 13 € noch weit von den Höchst entfernt: Ende Juli 2001 kosteten sie 104 €. **EM**



Aktuell auf www.fuw.ch

Aktien von Bank Cler verschwinden

Die nach der Übernahme durch die Basler KB noch im Umlauf befindlichen Inhaberkarten der Bank Cler werden per 1. April 2019 von der SIX genommen. Alle Aktien, die sich noch im Publikum befinden, wurden für kraftlos erklärt, teilte die Bank Cler am Montag mit. Die Inhaber der Aktien sollen eine Barabfindung in der Höhe des Angebotspreises von 52 Fr. je Aktie erhalten. Letzter Handelstag ist der 29. März.

www.fuw.ch/270319-6

Über akquiriert im Nahen Osten

Der Mitfahrtdienst Uber baut sein Standbein im Nahen Osten aus. Für 3,1 Mrd. \$ werde der Rivale Careem übernommen, teilte der US-Konzern mit. Es würden 1,4 Mrd. \$ in bar sowie 1,7 Mrd. \$ in Form von Wandelanleihen gezahlt. Nach einer Reihe von Verkäufen im Ausland stärkt Uber damit wieder seine Position in der stark umkämpften Region. Die Marke Careem soll erhalten bleiben.

www.fuw.ch/270319-7

Meyer-Burger-Aktionär stellt Forderungen

Der Meyer-Burger-Aktionär Sentis hat seine Traktandierungsbegehren für die kommende Generalversammlung vom 2. Mai konkretisiert. Dazu gehören die Aufhebung des genehmigten Kapitals sowie Änderungen beim Recht der Aktionäre auf Einberufung einer Generalversammlung und beim Traktandierungsrecht. Sentis sieht bei Meyer Burger allgemein Nachholbedarf bei der Corporate Governance.

www.fuw.ch/270319-8

Comet setzt weiter auf Kutter als VR-Präsident

Bei dem Röntgenspezialisten soll Christoph Kutter Präsident des VR werden und nicht der von Grossaktionär Veraison portierte Heinz Kundert. Kundert sei zwar auch als Kandidat involviert gewesen, Kutter habe sich aber als «klar geeigneter» Kandidat herausgestellt. Zudem könnte der 67-jährige Kundert dem Verwaltungsrat aus statutarischen Gründen höchstens noch drei Jahre vorstehen. Das sei zu kurz.

www.fuw.ch/270319-9