

Die besten Schweizer Krisenmanager 2009

Zehnder, Implenia und Sika schneiden in der neuen Obermatt-Bonusindex-Rangliste am besten ab – Kein effektives «Say on Pay» ohne unabhängige Leistungsmessung

HERMANN J. STERN

Der unabhängige Obermatt-Bonusindex empfiehlt für 61 Schweizer Unternehmen eine überdurchschnittliche Bonuszahlung. Die hohen Gehälter der Credit Suisse sind trotz guter Leistung schwer erklärbar. Nicht nachvollziehbar ist der Bonus 2009 an den früheren Novartis-Konzernchef Daniel Vasella, da die Gewinnsteigerung des Pharmakonzerns weit unter dem Durchschnitt lag. Dies ergibt die Auswertung der neu vorliegenden Bonusindex-Daten.

Bald werden in der Schweiz die Aktionäre mehrheitlich über die Vergütungen der Manager bestimmen können. Aber verfügen Aussenstehende überhaupt über die notwendigen Informationen? Erfahrungen mit Vergütungsabstimmungen in Grossbritannien zeigen, dass nur selten korrigierend eingegriffen wird.

Was ist noch angemessen?

Ein wesentlicher Grund liegt darin, dass es für Aktionäre fast unmöglich ist, die Angemessenheit der effektiv ausgezahlten Vergütungen zu beurteilen. Natürlich hat der Aktionär in Extremfällen, wie bei der Vergütung des ehemaligen Novartis-Konzernchefs Daniel Vasella, intuitiv das Gefühl, dass die Gesamtkompensation unangemessen ist. Es fehlt aber ein nachvollziehbares Kriterium zur objektiven Beurteilung, ob eine Geschäftsleitung einen Bonus von 50, 100 oder 150% verdient hat. Um es auf den Punkt zu bringen: Aus den immer komplizierter werdenden Vergütungsberichten ist kaum zu entnehmen, wie ein Gehalt zustande gekommen ist.

Dies hat sich erstmals mit dem Obermatt-Bonusindex des Vergütungsjahres 2008 geändert (vgl. FuW Nr. 33 vom 29. April 2009). Der Bonusindex des Zürcher Finanzresearchunternehmens Obermatt verwendet ein transparentes Kriterium zur unabhängigen Festlegung der leistungsgerechten Bonushöhe. Der Bonusindex liefert beiden Seiten – Managern und Aktionären – eine neutrale Drittmeinung zur Beurteilung des Vergütungs-

berichts. Er wird für börsennotierte Unternehmen jeweils nach Veröffentlichung des Jahresberichts berechnet und der beurteilten Gesellschaft und ihren Aktionären zugestellt. Einmal jährlich werden die Resultate an dieser Stelle in der «Finanz und Wirtschaft» veröffentlicht.

Die Aktionäre und die Öffentlichkeit haben das Obermatt-Bonusrating wohlwollend aufgenommen. In Deutschland verwendet zum Beispiel der grösste Anlegervertreter, der Deutsche Schutzverband für Wertpapierbesitz (DSW), den Obermatt-Bonusindex zur Prüfung der Nachhaltigkeit von Bonuszahlungen. In Grossbritannien übernimmt diese Aufgabe die Proxy-Advisory-Gesellschaft Manifest. In den Medien spricht man bereits von der «Manager-Olympiade», denn die Obermatt-Bonusempfehlung basiert auf einer Rangliste der Unternehmensleistung und bewertet damit letztlich nichts anderes als die operative Performance der Manager.

Say No on Novartis Pay

Mit dem Bonusindex lässt sich deshalb auch die Vergütung von Herrn Vasella genauer beurteilen. Nach Vergütungsbericht wurde ein Short-Term-Bonus von 212% des Basissalärs ausgezahlt. Gemäss Obermatt-Bonusindex hätten es aber nur 40% sein dürfen. Eine grosse Diskrepanz, die bei den Nein-Stimmen im knappen Ergebnis der Vergütungsabstimmung bestimmt eine wesentliche Rolle gespielt hat.

Der Obermatt-Bonusindex empfiehlt, die Managerbonushöhe auf Basis des rela-

tiven Ranges des Unternehmens gegenüber gleichartigen Gesellschaften festzulegen. Je besser es im Kontrast zu Vergleichsunternehmen ist, desto höher ist dieser Rang und desto höher fällt auch die Bonusempfehlung aus. Der Rang wird dabei auf der Grundlage anerkannter Gewinngrößen wie Ebitda, Ebit oder operatives Ergebnis berechnet.

Diese relative Leistungsmessung hat den Vorteil, dass externe Effekte wie der Konjunkturzyklus in der Leistungsbeurteilung neutralisiert werden. Manager werden also nicht für eine Rezession bestraft, sondern höchstens dafür, schlechter gewesen zu sein als andere, die den gleichen Rahmenbedingungen ausgeliefert waren. Dies kann natürlich auch hohe Bonuszahlungen in der Rezession rechtfertigen. Wie der diesjährige SMI/SPI-Bonusindex ergeben hat, ist dies bei 35,5% der börsennotierten Unternehmen in der Schweiz der Fall. 61 Schweizer Zyklusbezwinger verdienen 2009 einen überdurchschnittlichen Bonus.

Besten im Bonusindex 2009 war der Heizungs- und Ventilationspezialist Zehnder mit einem Bonusmultiplikator von 1,9 (vgl. Tabelle). Das Zehnder-Führungsgremium hat gemäss Obermatt-Bonusempfehlung das 1,9-Fache des durchschnittlich üblichen Bonus verdient. Rang zwei teilen sich Implenia (1,5), Sika (1,5) und Schindler (1,5). Als beste Bank hat Credit Suisse mit einem Bonusmultiplikator von 1,4 abgeschlossen. Ob dies allerdings die aktuelle Vergütungshöhe rechtfertigt, ist eine andere Frage. Weitere über-

durchschnittlich erfolgreiche Gesellschaften im Finanzsektor waren die Kantonalbanken Genf (1,4), Basel-Stadt (1,3) und die VP Bank (1,4) sowie die Privatbanken Sarasin und Julius Bär (beide 1,1).

Diese Unternehmen sind gestärkt aus der Krise hervorgegangen. Ihre Gemeinsamkeiten: Sie haben nicht nur die Kosten erfolgreich an den tieferen Umsatz angepasst, sondern gleichzeitig ihre Verkaufsanstrengungen erhöht und in Produktinnovation investiert. Keine einfache Sache, denn viele dieser Gesellschaften mussten einen zweistelligen Umsatzrückgang verkraften. Trotz des schwierigen Umfelds – oder gerade deswegen – entschieden sie sich für eine offensive Marktstrategie, was sich in der guten relativen Performance ausdrückt und zur überdurchschnittlichen Bonusempfehlung führt.

Ein Bonusindex bedeutet mehr Kontrolle für Manager, weil der Bonus nicht mehr unkontrollierbaren externen Effekten ausgeliefert ist. Denn externe Effekte betreffen alle Vergleichsgesellschaften gleich. Der Bonus hängt beim Bonusindex mit fixen Jahres- oder Mehrjahreszielen Management von anderen Führungsteams unterscheidet. Bei Bonusplänen mit fixen Zielen ist es anders. Dort hat die Konjunktur manchmal einen grossen Einfluss auf die endgültige Bonuszahlung.

Verbesserte Kontrolle

Indexierte Bonuspläne bedeuten auch mehr Zuverlässigkeit, was insbesondere Verwaltungsräte schätzen. Bonuspläne mit fixen Jahres- oder Mehrjahreszielen müssen nämlich in regelmässigen Abständen überarbeitet werden. Das ist bei indexierten Bonusplänen viel weniger wahrscheinlich, weil die grossen externen Störfaktoren (Vulkanausbruch für die Flugindustrie, Kreditkrise im Bausektor, Energiekrise in der Automobilindustrie, Tsunami bei Versicherungen etc.) neutralisiert werden: Schliesslich betreffen sie alle Unternehmen einer Branche.

Die verbesserte Kontrolle von Bonuszahlungen ist sicher ein Grund dafür, dass Unternehmen, die in eher volatilen Mär-

ten tätig sind, zu den Early Adopters des Bonusindex gehören. Allen voran gingen passenderweise der Leuchtenhersteller Zumtobel aus Vorderrhein und der Baulieferer Sika. Relative Bonuspläne verwenden der Grosskompressenbauer Burckhardt Compression und der Präzisionsinstrumentenhersteller Comet.

Schutz vor Überraschungen

Auch Branchen mit weniger ausgeprägten Zyklen verwenden indexierte Bonuspläne für Long Term Incentives. Wenn der Bonusplan über mehrere Jahre gültig bleiben soll, ist Indexierung fast unumgänglich. Nicht indexierte Bonuspläne stossen bei mehrjähriger Anwendung oft an die Bonusober- und -untergrenzen, was beabsichtigte Motivationseffekte eliminiert.

Grosse Zyklen gibt es insbesondere in der Finanzindustrie. Kein Wunder, dass auch die Investmentbank Morgan Stanley den Short Term Incentive des Geschäftsführers John Mack neuerdings an einen Peer-Vergleich gebunden hat. So lässt sich die notorische Zyklichkeit der Börse reduzieren und die Zuverlässigkeit der Bonusauszahlung erhöhen. Denn nur mit der Indexierung des Bonusplans ist sichergestellt, dass im Durchschnitt auch der durchschnittliche Bonus ausgezahlt wird. Die meisten Bonusindex-Kunden stellen deshalb auch sicher, dass der erwartete Bonus (Erwartungswert) den historischen Bonuszahlungen entspricht.

Das freut nicht nur die Führungskräfte, die dem ewigen Auf und Ab der Bonuszahlungen weniger ausgesetzt sind, sondern auch die Öffentlichkeit. Denn langfristig gesehen sind nur diejenigen Gesellschaften nachhaltig erfolgreich, die wiederholt die Konkurrenz schlagen. Oder mit anderen Worten: Nur die nachhaltige Unternehmensführung ermöglicht langfristig gesehen beim Obermatt-Bonusindex einen Bonus.

Hermann J. Stern ist Geschäftsführer des Zürcher Finanzresearchunternehmens Obermatt.

www.obermatt.com/bonusindex/schweiz

Schweizer Unternehmen mit bestem Bonusindex

Bonusmultiplikator	Operativer Rang in %	Unternehmen	Bonusmultiplikator	Operativer Rang in %	Unternehmen
1,9	95	Zehnder	1,3	65	Rätia Energie
1,5	76	Implenia	1,3	63	Calida
1,5	75	Sika	1,3	63	Adval Tech
1,5	73	Schindler	1,2	61	Banque Cantonale Vaudoise
1,4	71	Credit Suisse	1,2	61	Berner Kantonalbank
1,4	70	VP Bank	1,2	60	Mobimo
1,4	70	Zwahlen & Mayr	1,2	59	Acino
1,4	70	Banque Cantonale de Genève	1,2	59	Intershop
1,4	69	IVF Hartmann	1,2	58	Liechtensteinische Landesbank
1,3	67	Basler Kantonalbank	1,1	57	Swisslog

Der Bonusmultiplikator gibt an, um wie viel der Zielbonus (vereinbar im Durchschnitt zu erwartender Bonus) zu multiplizieren ist, um die verdiente Bonushöhe zu erhalten. Der operative Rang gibt an, wie viel % der Vergleichsunternehmen schlechter waren als das beurteilte Unternehmen. Quelle: www.obermatt.com/bonusindex, Finanzdaten: Thomson Reuters

Länder-, Regionen- und Themenfonds

Wachstumsvorteil für Osteuropa

Die Unsicherheiten rund um die PIIGS-Länder belasten den Euro massiv und damit auch die wirtschaftlichen Perspektiven für die Eurozone. Die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls dieser fünf Länder ist inzwischen höher als bei etlichen osteuropäischen Ländern, die zudem durch ein höheres Wirtschaftswachstum als die meisten westeuropäischen Staaten glänzen.

So deutet der jüngste Konjunkturindikator CEE des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) und der Erste Group Bank auf eine positive Entwicklung der osteuropäischen Wirtschaft in den nächsten sechs Monaten. Als Vorteil könnte es sich herausstellen, dass der Euro in vielen Staaten noch nicht eingeführt worden ist, die Wirtschaftspolitik aber seit Jahren darauf getrimmt worden ist, die Kriterien für den Beitritt zur Einheitswährung zu erfüllen.

Dennoch mahnt der IWF weitere Sparanstrengungen an. Dass er bereits einige Länder in Osteuropa unterstützt, hat in der aktuellen Situation vor allem den Vorteil, dass die Region kaum von einem Dominoeffekt betroffen wäre, wie er nach dem Griechenland-Fiasco für Portugal und Spanien befürchtet wird. Die Währungen der Beitrittskandidaten sollten sich zum Euro gut behaupten. Allerdings hat die Exportindustrie in Ländern wie Polen oder Tschechien kein Interesse an einer zu starken Aufwertung der eigenen Währung.

Insgesamt dürften die Börsen in Osteuropa von den Problemen rund um die PIIGS weniger in Mitleidenschaft gezogen werden als die westeuropäischen Märkte. Vor allem das höhere Wirtschaftswachstum der Region sollte einen Teil der Risiken kompensieren.

Der Raiffeisen Osteuropa-Aktien V profitiert davon, dass die Raiffeisen International in Osteuropa gut verankert ist. Derzeit ist Russland besonders stark gewichtet, was bereits 2009 zur guten Performance beitrug. Jüngst wurde wieder vermehrt in Zentraleuropa gekauft. Auf Finanzen, Energie und Telecom entfällt die höchste Gewichtung.

Auch im Eastern Europe von J. P. Morgan sind Russland und die Türkei am höchsten gewichtet, auffallend ist die Übergewichtung von Ungarn zum Index. Das hat entscheidend zur noch besseren Performance des Portfolios beigetragen, in dem die Sektoren ähnlich wie im Fonds von Raiffeisen gewichtet sind.

Der Baring Eastern Europe Fund bietet eine Auswahl von 48 Aktien aus den Ländern, die unter «Emerging Europe» zusammengefasst werden. Am stärksten gewichtet ist Russland, vor der Türkei, Polen und Ungarn. Bei der Türkei achtet der Fondsmanager besonders auf politische Risiken. Der Finanz- und Energiesektor machen 60% des Portfolios aus.

ASSET MANAGEMENT CONSULTING
Aaa Center for Co-operation in Finance

Favorisierte Titel

Name (Währung)	Kurs	Prämie/ Abschlag	Fondsmanager/ Issuer	Manager	Börse
Raiffeisen Osteuropa-Aktien V (Österr.) (€)	261.71	0%	Raiffeisen Int.	Angelika Millendorfer	Open End
JPM Eastern Europe Eqty. Fd. A. (Acc) (€)	19.48	0%	JPM AM	O. Birulyov / S. Pandit	Open End
Baring Eastern Europe Fund (€)	86.12	0%	Baring Fd. Mngrs. Ltd.	Ghadir Abu Leil-Cooper	Open End

Quelle: AMC

Institutionelle Anleger vorsichtiger geworden

State-Street-Vertrauensindex auf neutrales Niveau gesunken – Wiedererwachtes Interesse an Euroland-Aktien



Das Vertrauen der Grossanleger in die Finanzmärkte hat nachgelassen. Darauf deutet das Vertrauensbarometer des amerikanischen Finanzhauses State Street hin, dessen Investor Confidence Index (ICI) von korrigiert 107,4 im März auf 99,7 im April gesunken ist.

Der Index des führenden Wertschriftenverwahrers misst das effektive Kauf- und Verkaufsverhalten Tausender institutioneller Anleger (Banken, Versicherungen, Pensionskassen, Anlagefonds) rund um den Erdball. Ein Wert über 100 drückt

aus, dass Grossanleger die Marktaussichten zuversichtlich beurteilen und risikoreichere Anlagen wie Aktien ausbauen. Jetzt steht der Index auf neutral, was signalisiert, dass die Investoren vorsichtiger geworden sind und eine abwartende Haltung einnehmen.

Sie wurden in ihrer Risikofreude etwas gehemmt, weil die Volatilität, die im März eine Ruhepause eingelegt hatte, die Märkte wieder fester im Griff hat, erläutert Harvard-Professor und Indexarchitekt Ken Froot das jüngste Resultat. Die Investoren hätten die verbesserten Konjunkturaussichten in den letzten sechs Monaten korrekt vorweggenommen und in ihren Portfolios berücksichtigt. State-Street-Direktor Paul O'Connell weist darauf hin,

dass Branchen wie nichtzyklische Konsumgüter, die eine Zeit lang in Ungnade gefallen waren, in den Portfolios wieder stärker vertreten sind. Diese Art der Allokation sei typisch für institutionelle Anleger, die davon ausgehen, dass makroökonomische Trends am Gesamtmarkt eingepreist sind. Mit anderen Worten braucht es neue gute Konjunkturdaten, um die Märkte weiter zu stimulieren.

Eine Sonderbewegung gab es in Europa, wo Staatsanleihen zwar weiter verkauft, Aktien aber selektiv erworben wurden. Wie State Street beobachtet, nutzen verschiedene nichteuropäische Institutionelle die Euroschwäche als Chance, in global zurückgebliebene Dividentitel des Kontinents zu investieren. **HF**

Up and Down



©Horsch

www.horschcartoons.de