

Wirtschaft



23

Schwache Privatbanken
Drei von vier Instituten haben im Vorjahr Wert vernichtet. Seite 29

Kiosk wird zur Bank
Wer Geld ins Ausland überweist, zahlt vielerorts zu viel. Seite 27

Bleistift gegen iPad
Wie Faber-Castell Bleistifte in digitalen Zeiten verkauft. Seite 28

Löhne wie bei Bankern

Die Zahl der Schweizer Unternehmen mit undurchsichtigen Vergütungsplänen steigt von Jahr zu Jahr. Diese müssen transparent und nachvollziehbar werden. Von Gabriela Weiss



Schlechtes Vorbild macht Schule: Langfristige komplizierte Vergütungspläne wie sie die Grossbank Credit Suisse seit einigen Jahren kennt, finden immer häufiger Einzug in die Chefetagen von börsenkotierten Unternehmen. Während im Jahr 2009 erst bei 9 von 49 untersuchten Firmen Programme zur Umwandlung kamen, sind es dieses Jahr 13, 2011 werden es bereits 18 sein (siehe Tabelle). Das geht aus den Auswertungen zur jüngsten Ethos-Studie «Vergütungen 2009» hervor, die vergangene Woche vorgestellt wurde. Ab 2012 wird sich in diese Liste nebst anderen auch noch die UBS einreihen, welche unter dem früheren Verwaltungsratspräsidenten Peter Kurer im Jahr 2009 ähnliche Beteiligungspläne lanciert hat.

Bereits heute ist klar, dass diese Pläne intransparent sind. «Unsere Analyse der Geschäftsberichte der 49 grössten börsenkotierten Unternehmen zeigt, dass die Pläne bei ihrer Lancierung zwar kommuniziert werden, die Verständlichkeit allerdings zu wünschen übrig lässt», kritisiert Ethos-Direktor Dominique Biedermann. Er brütet regelmässig Stunden über den Geschäftsberichten, um die Vergütungssysteme zu verstehen. Bezeichnend für die scheinbare Transparenz ist zudem, dass oftmals die Vergütungsverantwortlichen in den Verwaltungsräten die Fragen Biedermanns nicht beantworten können, sondern Rücksprache mit ihren Beratern nehmen müssen. «Deswegen wurde schon manche Sit-

Beliebte Anreizpläne

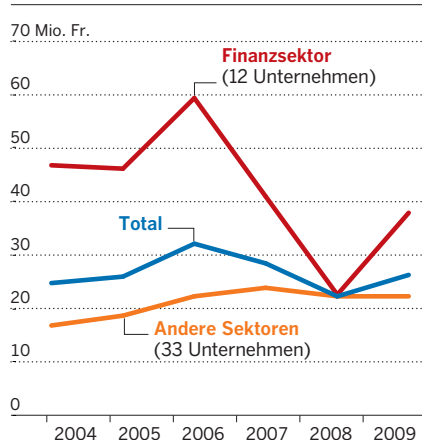
SMI-Unternehmen, bei denen Vergütungspläne auslaufen

2009	2010	2011
ABB	ABB	ABB
Báloise	Báloise	Aryzta
Lonza	Barry Callebaut	Báloise
Novartis	Credit Suisse	Barry Callebaut
Roche	Lonza	Credit Suisse
Swiss Life	Logitech	Galenica
Swiss Re	Novartis	Lonza
Temenos	OC Oerlikon	Logitech
ZFS	Roche	Nestlé
	Swiss Life	Nobel Biocare
	Swiss Re	Novartis
	Temenos	Roche
	ZFS	Schindler
		SGS
	Swiss Life	
	Swiss Re	
	Temenos	
	ZFS	

Quelle: Ethos

Vollere Lohntüten

Durchschnittliche Gesamtvergütung je Unternehmen von VR und GL



45 grösstkapitalisierte Unternehmen an der SIX mit vergleichbaren Zahlen von 2004-2009

Quelle: Ethos

zung vorzeitig beendet», erzählt der Ethos-Chef.

Die Vergütungspläne in der heutigen Form haben verschiedene Haken:

- **Transparenz:** «Als Aktionär möchten wir jedes Jahr wissen, wie viel ein Vergütungsprogramm Ende Jahr wert ist», fordert Biedermann. So hat zum Beispiel auch der Industriekonzern ABB mehrjährige Programme am Laufen. Ausser bei deren Lancierung und Umwandlung erfährt der Aktionär nichts darüber. Biedermann verweist auf die Börsenregeln in den USA, wo jedes Jahr die laufenden Pläne zu aktuellen Kursen bewertet werden (siehe Text Seite 25). Zudem möchten die Aktionäre wissen, welche Berater die Anreizpläne entwickelt haben und wie viel sie dafür kassierten. Generell ist der Nutzen solcher Berater fraglich: In der Studie «Compensation Consultants and Executive Pay» kommen die Autoren zum Schluss, dass CEO von Firmen in den USA und in Grossbritannien mit «Vergütungsberatern» besser bezahlt sind als jene Chefs, deren Entlohnungssystem nicht aus der Küche eines Beraters kam.

- **Nachvollziehbarkeit:** Bei Novartis zum Beispiel hat Daniel Vasella, CEO und Verwaltungsratspräsident, 2009 42 Mio. Fr. kassiert, auch dank dem Plan «Special Share Award». Biedermann würde gerne wissen, an welche Leistungskriterien der Plan gebunden ist. «Davon ist im Geschäftsbericht keine Rede.» Zudem kommuniziert der Konzern nur den Steuerwert der Vergütung. In dieser Form seien die Informationen «unbrauchbar». Novartis

Die Leistung des Novartis-Managements konnte mit der Höhe der Vergütungen nicht Schritt halten.

schnitt gemäss dem Bonus-Index der Research-Firma Obermatt auf dem zweitletzten Rang der SMI-Unternehmen ab. Das bedeutet: Die Leistung des Managements konnte mit der Höhe seiner Löhne bei weitem nicht Schritt halten.

- **Malus:** Beim Versicherungskonzern Swiss Life erhalten die Manager zwischen 50% und 150% der zugeteilten «Einheiten». Sie kassieren also auch bei ungenügender Leistung im Minimum 50% der «Einheiten». Der Nahrungsmittelkonzern Nestlé geht mit seinem Anreizprogramm, das 2011 zur Umwandlung kommt, noch einen Schritt weiter: Abgesehen davon, dass die Vergütung nicht auf null fallen kann, sondern 50% davon garantiert ist, sind gegen oben 200% möglich. «Diese Asymmetrie ist nicht aktionärsfreundlich», kommentiert Biedermann.

- **Hebel:** Das Sahnehäubchen – aus Sicht der Manager – ist bei der Credit Suisse mit dem Vergütungsplan ISU II zu haben, der 2011 umgewandelt wird. Die Manager erhalten zwischen 100% und maximal 1000% der zugeteilten Einheiten in Aktien. Bei gewissen An-

► Fortsetzung Seite 25

Störenfriede der Grossen

Minderheitsaktionäre geniessen in der Schweiz wenig Schutz. Das demonstriert Novartis nun der ganzen Welt

Novartis will die US-Minderheitsaktionäre von Alcon mit einem tieferen Preis abspesen als zuvor den Grossaktionär Nestlé. Das hat in der Schweiz System. Der Schutz der Kleinen bei Übernahmen ist schwach.

Markus Städeli

Der Streit zwischen Novartis und den Minderheitsaktionären von Alcon eskaliert (siehe Kasten). Alcon ist ein Spezialfall – da die Aktien der Schweizer Gesellschaft an einer US-Börse gehandelt werden –, aber kein Einzelfall: Es gibt regelmässig Streitigkeiten bei Übernahmen, weil sich kleine Aktionäre von grossen über den Tisch gezogen fühlen. «Ich erhoffe mir, dass der Alcon-Fall einer breiteren Öffentlichkeit bewusst macht, dass die Situation von Minderheitsaktionären in der Schweiz prekär ist und dass dies dem Kapitalmarkt schadet», sagt Gregor Greber, Chef von zCapital, einem Vermögensverwalter mit einem starken Augenmerk auf Corporate Governance.

Streitfall Kontrollprämien

Es gibt zwei Besonderheiten des Börsengesetzes, die Anstoss erregen: Aktionäre mit einem Kontrollanteil an einer Gesellschaft dürfen bei einer Übernahme mit einem Paketzuschlag bis zu einem Drittel bevorzugt werden. Solche Kontrollprämien sind in der EU verpönt. Die Frage nach der Kontrollprämie hat schon zu diversen Rechtskämpfen geführt. So bei der von der Firma Aquamit übernommenen Quadrant. Der Fall Quadrant liegt nun beim Bundesverwaltungsgericht, und er hat den SVP-Parlamentarier Hans Kaufmann zu einer Interpellation veranlasst.

Zudem können Gesellschaften in ihren Statuten mit einem sogenannten Opting-out ein wichtiges Element des Gesetzes gleich wieder aushebeln: Die Regel nämlich, dass, wer mehr als ein Drittel der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft erwirbt, ein Kaufangebot für sämtliche Beteiligungspapiere unterbreiten muss. Dieses Opting-out ist wohl der tiefere Grund für die Probleme bei Canon Europe, die seit dem Jahr 2002 versucht, ihre Schweizer Tochtergesellschaft vollständig zu übernehmen (siehe Text rechts). Ein Experte bezeichnet die Einführung des Börsengesetzes von 1998 als «klassisch eidgenössischen Kompromiss». Vorher gab es bei Übernahmen gar keine Pflichtangebots-elemente. Nun gibt es sie – aber auch die Möglichkeit, sie zu umschiffen.

Die Übernahmekommission (UEK) – jene Bundesbehörde, die öffentliche Kaufangebote beurteilt – ist sich des Problems bewusst. Sie äussert sich zwar öffentlich nicht zum Börsengesetz. Doch ihr Präsident, Luc Thévenoz, hat der Finanzverwaltung im April einen Brief geschickt, in dem

er das Problem zur Sprache bringt. «Die Institution der Kontrollprämie stellt einen Bruch in diesem Prinzip (der Gleichbehandlung) dar, die dem Bietenden erlaubt, Aktionäre verschieden zu behandeln. Die Kommission ist der Ansicht, dass diese Ungleichheit – eine helvetische Spezialität – nicht mehr gerechtfertigt ist.»

Die UEK wird aber auch selber angegriffen. Etwa vom Würzburger Wirtschaftsprofessor Ekkehard Wenger, der sich im deutschsprachigen Raum einen Namen als Aktivist für die Sache der Minderheitsaktionäre gemacht hat. Seinen Feinden gilt Wenger als «Querulant». Er ist sicher ein unangenehmer Gegner, trifft aber oft den richtigen Nerv.

Wie fair ist ein «fairer» Preis?

Wenger wirft der UEK vor, dass sie sich blind auf Bewertungen und «Fairness-Opinions» verlässt. Das Grundproblem ist, dass diese Instrumente zur Ermittlung eines fairen Preises von unabhängiger Seite oft vom Akquisiteur oder der von ihm bereits kontrollierten Zielgesellschaft in Auftrag gegeben werden. Da bei Firmenbewertungen viel Ermessensspielraum besteht, ist Wenger überzeugt, dass diese nie zuungunsten des Auftraggebers ausfallen. «Kritische Prüfer laufen Gefahr, dass sie gar keine Aufträge mehr bekommen.»

Er nennt ein konkretes Beispiel: Die französische Versicherung MMA Vie wollte die Genfer Beteiligungsgesellschaft Harwanne kaufen und bot im März 2009 Fr. 2.60 pro Aktie. Die UEK hiess das Angebot gut, obwohl der Substanzwert der sehr illiquiden Harwanne-Titel bei Fr. 4.58 lag. Nach Protesten einiger Aktionäre wurde ein Bewertungsgutachten bei Ernst & Young bestellt. Dieses ermittelte zwar einen deutlich höheren «fairen» Preis als von MMA Vie geboten. Aber auch dieser lag einen Viertel unter dem Substanzwert. Und dies, obwohl die Substanz zu 82% aus Cash bestand.

Die UEK argumentiert, dieser Abschlag auf den Net Asset Value sei vertretbar gewesen, da unter anderem sowohl eine Liquidation Harwannes als auch die Ausschüttung der Barmittel wertvermindernde Steuerfolgen gehabt hätten. Auch die Illiquidität des Anlagevehikels selbst habe einen Discount gerechtfertigt.

Die UEK hat aufgrund des Falls Harwanne die Definition eines als liquide geltenden Börsenhandels verschärft. Am 25. Juni hat die UEK nun auch ein neues Rundschreiben zur Unabhängigkeit der Prüfstellen veröffentlicht. «In den letzten Jahren hat man einiges gemacht, um die Rechte der Minderheitsaktionäre zu verbessern», sagt Greber. Oft brauche es leider problembehaftete Transaktionen, damit sich etwas verbessere. Aktivisten wie Wenger sind wohl nicht einfach «Querulanten», sondern auch ein wichtiges Korrektiv.



Läuft bei den Alcon-Minderheitsaktionären auf: Novartis-Präsident Daniel Vasella.

Ärger für Canon

Aktionärs-Aktivist schaltet sich ein

Es hätte nur noch eine Routinehandlung sein können: Die Europa-Tochter von Canon will die verbleibenden Minderheitsaktionäre von Canon Schweiz mit einer sogenannten Kraftloserklärung entschädigen und loswerden. Dies, nachdem Canon Europe ihren Anteil an der Schweizer Tochtergesellschaft bereits auf über 98% erhöht hatte. Doch dann hat sich der Aktionärs-Aktivist Ekkehard Wenger in das Verfahren eingemischt – was ohne weiteres möglich ist. Er depointierte beim Handelsgericht Zürich den Antrag, das Rechtsbegehren von Canon Europe nur gutzuheissen, falls die verbleibenden Minderheitsaktionäre eine Entschädigung von Fr. 116.66 pro Aktie erhielten. In seinem Antrag, der der «NZZ am Sonntag» vorliegt, bezeichnet Wenger die vorgesehene Entschädigung von 94 Fr. als «sittenwidrig». Seit ihrem gescheiterten, weil «völlig unzureichenden» öffentlichen Kaufangebot im Jahr 2002 habe Canon versucht, die Minderheitsaktionäre auszuhungern, indem sie die Dividendenzahlungen eingestellt habe. Die Schwelle von 98% (sie macht eine Kraftloserklärung erst möglich) habe Canon Europe nur erreichen können, indem sie zwei grösseren Aktionären ein wesentlich besseres Angebot unterbreitet habe. Tatsächlich zeigt der Geschäftsbericht 2009 von Canon Schweiz einen Substanzwert, der über 120 Fr. pro Aktie liegt. Norman Eley, Finanzchef von Canon Europe, schreibt in einer E-Mail, der Substanzwert reflektiere nicht das künftige Ertragspotenzial der Firma. Zudem biete Canon Europe eine Entschädigung, die vom Prüfer PWC als fair eingestuft worden sei und am obersten Rand der PWC-Bewertung liege. (stä.)

Mühe mit Alcon

Novartis bietet den Alcon-Aktionären 2,8 eigene Aktien. Das entspricht rund 139 \$ pro Alcon-Aktie. Den vorwiegend amerikanischen Minderheitsaktionären scheint dies zu wenig, hat Novartis Nestlé für deren Kontrollmehrheit doch 168 \$ pro Aktie bezahlt. Die unabhängigen Verwaltungsräte (UVR) von Alcon haben letzte Woche eine **Stiftung mit 50 Mio. \$** Kapital aufgesetzt. Mit diesem Geld können Klagen gegen Novartis finanziert werden. Sie haben zudem ein **Rechtsgutachten** aus der Schweiz veröffentlicht. Dieses kommt zum Schluss, dass die UVR ihre Zustimmung geben müssen, bevor das von Novartis dominierte Gesamtgremium über die Fusion abstimmen kann. (stä.)

Löhne wie ...

◀ Fortsetzung von Seite 23

reizeplänen kommt hinzu, dass die Eigenkapitalrendite als Leistungskriterium gilt. Damit besteht der Anreiz, das Eigenkapital der Grossbank zu reduzieren, damit die Rendite steigt.

Nicht nur die grossen börsenkotierten Firmen sind aber mit dem Virus der scheinbaren Transparenz infiziert: «Nur gerade 41% der Kompensationsmodelle werden so transparent erklärt, dass der Aktionär die bezahlten Entschädigungen nachvollziehen kann», hat der Vermögensverwalter zCapital in einer Studie festgestellt. Die Firma untersucht jedes Jahr die kleinen und mittleren Unternehmen auf gute Unternehmensführung, wobei auch die Vergütungssysteme bewertet werden.

Weil die Vergütungspläne zahlreicher und komplizierter werden, sei Gegensteuer gefragt, fordert Biedermann. «Die Börse muss unbedingt neue Transparenz-Empfehlungen schaffen, damit die Aktionäre wissen, wie hoch die künftigen Vergütungen per Ende Jahr ausfallen.»

So einfach, wie sich dies der Ethos-Direktor vorstellt, ist es aus Sicht der Börse nicht. Seit 2007 ist die Offenle-

gungspflicht der Vergütungsbeträge im Obligationenrecht geregelt und fällt nicht mehr in die Verantwortung der Börse. «Deshalb sind wir nicht mehr zuständig für die Überwachung», sagt Stefan Lüchinger, Chef Kotierung und Emittenten-Überwachung der SIX Group. «Wir prüfen lediglich, ob die Vergütungsmethodik korrekt dargestellt und nachvollziehbar ist.» Stellt die SIX Group Mängel fest, kann sie eine Untersuchung einleiten. In zwei Fällen, bei der UBS und bei Vontobel, ist eine Untersuchung am Laufen.

Besser wäre, es käme gar nicht erst zu einer Untersuchung. Kritiker Biedermann erhält Unterstützung von Hermann J. Stern, Geschäftsführer bei Obermatt. Er wirkt mit dem eigens entwickelten Bonus-Index der Tendenz der falschen Anreize entgegen. Das Modell stellt die Managementleistung in Relation zur Branchenleistung. «Heute wird viel zu wenig über die Leistungskriterien von Vergütungsplänen diskutiert», sagt Stern.

Sonst würde die Leistung von CS-Chef Brady Dougan kritischer analysiert: Gemäss dem Bonus-Index fand sich Dougan mit seiner Bank als weltweit bestverdienender Banker in den vergangenen fünf Jahren lediglich im Mittelfeld der Finanzinstitute in der Vergleichsgruppe.

USA

Mehr Transparenz, mehr Erfindungsreichtum

Die Geschäfte bei Blockbuster könnten besser laufen. In der vergangenen Woche gab das Management der US-Videothekenkette bekannt, dass das Unternehmen eine eigentlich fällige Schuldenrückzahlung nicht leisten könne. Der Entertainment-Konzern hat im Geschäftsjahr 2008 einen Verlust von 374 Mio. \$ eingefahren. James Keyes, dem Chef von Blockbuster, könnte es dagegen kaum besser gehen. Seit Juli 2007 ist Keyes im Amt – und er verdient trotz schleppenden Geschäften prächtig: 750 000 \$ Jahresgehalt werden ihm 2010 ausgezahlt. Sein Bonus soll in diesem Jahr noch einmal kräftig erhöht werden.

Für Patrick McGurn von der Beratungsfirma Mergers and Acquisitions Services (ISS) sind solche Widersprüche noch immer viel zu häufig. «Die Aktionäre wünschen sich eine stärkere Übereinstimmung zwischen Bezahlung und Unternehmens-Performance», so McGurn. Ginge es nach der US-Börsenaufsicht, sollte es die längst geben. Bereits Anfang der 1990er Jahre zwang sie Unternehmen,

die an der Börse gelistet waren, mit der sogenannten «Sunlight»-Regel dazu, die Grundkomponenten der Vergütung von Managern öffentlich zu machen. «Sonnenlicht ist das beste Desinfektionsmittel», lautete das Motto. Doch die Zahlen der vergangenen Jahre zeigen: So einfach lassen sich Unternehmen nicht disziplinieren.

Dass das so ist, liegt auch an vielen Lücken im Gesetz – und am Erfindungsreichtum der Unternehmen. Nachdem die Veröffentlichung der Gehälter verpflichtend geworden war, erfanden die Unternehmen neue Arten der Bezahlung, etwa Pensionen oder Abfindungen. «Oft wurden Aktionäre von der Höhe der Abfindung eiskalt erwischt, wenn ein Firmenchef das Unternehmen verliess», erzählt Paul Hodgson von Corporate Library, einem Wirtschaftsforschungsinstitut, das auf Unternehmensführung spezialisiert ist.

2006 reagierte die SEC und stopfte die meisten dieser Schlupflöcher. «Die Unternehmen sind inzwischen verpflichtet, genaue Angaben über das

Was, Wie und Warum der Vergütungen zu machen», sagt Patrick McGurn von ISS. Noch im selben Jahr allerdings wurde die Regelung bezüglich der Aktienoptionen – im Schnitt immerhin rund 72% des Gehalts – wieder aufgeweicht. Trotzdem: «Anleger wissen heute deutlich mehr als vor 2006», sagt auch Hodgson.

Mit der Finanzreform soll der Einfluss der Aktionäre weiter wachsen. Zum ersten Mal haben sie dann die Möglichkeit, über Vorstandsgehälter und Abfindungen abzustimmen. Bisher galt diese Regelung ausschliesslich für Unternehmen, die während der Finanzkrise Rettungsgelder erhalten hatten. Der Haken: Die Meinung der Aktionäre ist für die Unternehmen nicht bindend. Paul Hodgson glaubt dennoch, dass die «say on pay»-Regelung die Unternehmen stärker disziplinieren wird: «Die Erfahrungen in Grossbritannien haben gezeigt, dass die Firmen durchaus Rücksicht auf die Meinung der Aktionäre nehmen.»

Thorsten Schröder, New York