

Executive Compensation und Value Reporting: aktuelle Entwicklungen in zwei eng verwandten Themen

Florian Eugster und Prof. Alexander F. Wagner, Ph.D.



Florian Eugster ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Projektleiter Value Reporting am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich.



Alexander Wagner ist Assistenzprofessor für Finance an der Universität Zürich. Im Bereich Executive Compensation ist er als Independent Counsel für PricewaterhouseCoopers tätig.

Managerlöhne, Reputation und Value Reporting

Kaum ein anderes wirtschaftliches Thema erregt regelmässig die Gemüter so intensiv wie die «Executive Compensation» – die Bezahlung der Führungskräfte von Unternehmen. Dies ist an sich keine neue Entwicklung. Bereits im Jahr 1922 beschwerte sich die «New York Times» über ein «Big Salary of Railroad Head», und im Jahr 1935 befand dieselbe Zeitung «Big Salaries in Hard Times» als Skandal.¹ Doch sind die Ansprüche der Marktteilnehmer an transparente Information heute grösser als je zuvor.

In diesem Artikel behandeln wir zwei Fragenkomplexe in diesem Kontext.

Erstens stehen Inhalt und Kommunikation der Executive Compensation in unmittelbarem Zusammenhang mit der Reputation einer Unternehmung. Wie erfolgreich sind Schweizer Unternehmen heute darin, glaubwürdig zu Executive Compensation zu kommunizieren, und wo besteht Verbesserungspotenzial?

Zweitens ist die «Governance» von Executive Compensation allgemein gesprochen ein Thema von grösster Wichtigkeit. Insbesondere ist die Mitwirkung von Aktionären an der Festlegung der Executive Compensation ein Trend, der in vielen Ländern, auch in der Schweiz, zu beobachten ist. Wie sollen Aktionäre und Unternehmen zu diesem Trend stehen?

Kommunikation über Kompensation:

Was, warum und wie

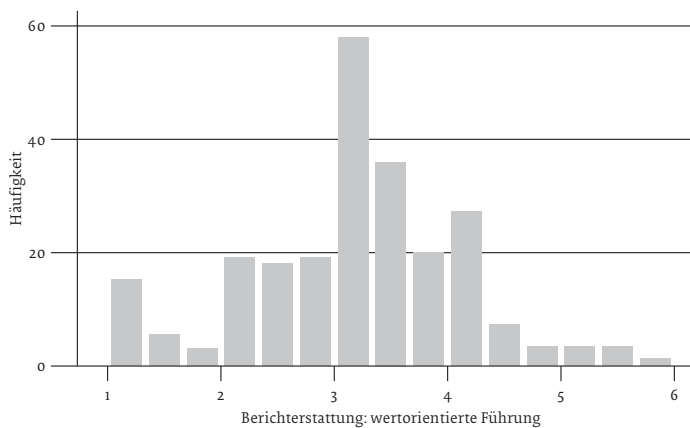
Schweizer Unternehmen sind durch neue Offenlegungsvorschriften einerseits und erhöhte Ansprüche der Marktteilnehmer andererseits verpflichtet, mehr zum Thema Executive Compensation in ihrem Geschäftsbericht zu schreiben, als dies früher üblich war. So hat die SIX in ihrem Rundschreiben 8/2010 betont, dass sie bei ihrer Überprüfung der Geschäftsberichte 2010 besonderes Augenmerk darauf legen wird, ob die Richtlinie Corporate Governance korrekt umgesetzt wurde. Verschiedene SIX-Urteile haben die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer geweckt. Zwar wurden in keinem Fall schwerwiegende Verstösse festgestellt oder drastische Sanktionen gewählt, doch ist schon die Tatsache, dass überhaupt ein Verfahren begonnen wurde, bemerkenswert und mit einem möglichen Reputationsschaden für das betroffene Unternehmen verbunden.

Auch unabhängig von diesen regulatorischen Vorgaben ist es aber bereits seit langer Zeit ein anerkanntes Faktum, dass «Value Reporting» im Prinzip ein Bestandteil des wertbasierten Managements von Unternehmen ist.²

¹ Siehe die Ausgaben vom 24. Dezember 1922 und 28. April 1935.

² Siehe Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value: The new standard for business performance, New York (1986), sowie Labhart, P.A. (1999): Value Reporting. Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting. Zurich (1999), und Eccles, G.R./Herz, H.R./Phillips D./Keegan, M.M. (2001): The Value Reporting revolution: Moving beyond the earnings game, New York 2001.

Umso überraschender ist der Befund, der sich bei Analyse des Value Reportings von Schweizer Unternehmen in diesem Jahr ergibt. Für den externen Leser ist bei vielen Unternehmen unklar, wie genau ein Zusammenhang zwischen dem Erfolg des Unternehmens insgesamt und der Kompensationspolitik hergestellt wird. Basierend auf dem Kriterienkatalog des Value-Reporting-Ratings des Instituts für Banking und Finance ergibt sich für die Berichterstattung im Rahmen der wertorientierten Führung der Schweizer Unternehmen insgesamt folgendes Bild für das Jahr 2010:



Die überwiegende Mehrheit der untersuchten Schweizer Unternehmen besitzt ein erhebliches Entwicklungspotenzial in der Berichterstattung zur wertorientierten Führung. Lediglich 50 von 249 Unternehmen genügten dabei den Ansprüchen der Jury, welche die jeweiligen Geschäftsberichte in den Bereichen Anwendung Value-Based-Management, Veröffentlichung von quantitativen Angaben, System der Management-Kompensation, quantitative Angaben zur Management-Entlohnung analysiert hat. Obwohl die Berichte durchschnittlich viele quantitative Angaben zur Managementvergütung enthalten, wurde das System teilweise mangelhaft erklärt, so dass es der Jury schwergefallen ist, die effektive Funktionsweise sowie die Philosophie der Vergütung zu verstehen. Insbesondere steht hinter diesen Zahlen unsere Einschätzung, dass in den Berichten zu wenig klar gemacht wird, wie die gewählten Kompensationsinstrumente mit dem Ziel, den Unternehmenswert zu steigern, in Einklang gebracht werden.

Einerseits kann Management ja nach Gesamtergebnissen beurteilt werden. Dafür bietet sich insbesondere der Aktienkurs an, da dieser eine Zusammenfassung aller Aktivitäten eines Unternehmens darstellt.³ Wählt ein Unternehmen die «Pay for Performance»-Philosophie, ist

³ Dahinter steht die implizite Annahme, dass langfristig Aktionäre und andere Stakeholders gleichgelagerte Interessen haben. Kurzfristig mag es natürlich Konfliktpotenzial zwischen diesen Gruppen geben.

es besonders wichtig, dem Leser klarzumachen, wie genau die Beteiligung des Managers am Aktienkurerfolg kalibriert wurde. (Über die Erklärung des Mechanismus selbst hinaus gibt es, das sei nebenbei bemerkt, vielfältige Anforderungen an moderne Kompensationssysteme, die noch nicht oft berücksichtigt werden. So sollte das System auch ein Risiko-Adjustment beinhalten, auch was Nachhaltigkeitsrisiken angeht. Kompensation ist auch auf längere Zeitperioden abzustellen. Letztlich muss auch klar werden, wie schlechte Ergebnisse bestraft werden.) Hier ist der Zusammenhang zwischen Kompensation und Wertmanagement relativ leicht hergestellt.

Statt sich auf Resultate zu fokussieren, können Unternehmen aber auch sogenanntes «strategisches Alignment» anstreben. Bei diesem werden insbesondere auch nichtfinanzielle Metriken, die direkter der Kontrolle des Managers unterliegen, herangezogen. So entsteht «Pay for Strategy».⁴ Hier ist es nun besonders entscheidend (aber auch besonders schwierig), klarzumachen, warum und wie eine bestimmte Masszahl, die bonusrelevant ist, mit dem Unternehmenserfolg zusammenhängt. Dies gelingt heute erst selten wirklich überzeugend. Bei diesen Systemen wird es typischerweise auch einen stärkeren Fokus auf diskretionäre Entscheidungen durch das Board (für den CEO) und durch den CEO (für die anderen Mitglieder der Geschäftsleitung) geben. Entsprechend wichtig ist es, den Prozess der Bonusfestlegung klarzumachen. Ein Nachteil dieser Metriken ist, dass sie relativ leicht manipulierbar sind. Auch ist die Regel «You get what you pay for» zu bedenken – ein Unternehmen, das nach Kundenzufriedenheit remunert, wird typischerweise zufriedene Kunden haben; aber ob dies langfristig Wert für das Unternehmen schafft, ist eine gänzlich andere Frage – und genau diese sollte im Kompensationsbericht beantwortet werden.

Die «Wie viel»-Frage mag im Kontext der Kompensation zwar jene sein, die vordergründig besonders interessiert. Was aber nicht genug betont werden kann, ist, dass ein Kompensationsbericht nicht nur die «Was?»-Frage, sondern auch die Fragen «Warum?» und «Wie?» beantworten muss. Wir sind gespannt, wie die Schweizer Unternehmen sich diesen Herausforderungen in der Zukunft stellen.

⁴ Auch in diesem System wird man aber typischerweise nicht ohne Aktienbeteiligung von Managern auskommen, um langfristige Wertgenerierung zu sichern.

Die Macht der Aktionäre

Viele Unternehmen geben sich sichtlich Mühe dabei, in ihren Compensation Reports besonders sorgfältig etwaige «Beschwerden» von Aktionären zu früheren Berichten aufzugreifen bzw. etwaiger Kritik vorzubeugen. Eine bemerkenswerte Entwicklung in der Regulierung in vielen Ländern, auch in der Schweiz, ist es, Aktionären mehr Mitsprache bei der Festlegung von Managergehältern zu geben. Manche Unternehmen führen schon heute konsultative Abstimmungen durch. In der Schweiz hat diesbezüglich die «Abzocker-Initiative» besonders intensive Vorgaben gemacht. Diese Initiative schlägt jährliche, verpflichtende und bindende Abstimmungen über die Kompensation des Topmanagements vor. (Anders als der Titel der Initiative vermuten liesse, geht es in der Initiative nicht um eine direkte Beschränkung von Managergehältern.) Am 26. Februar 2008 wurde bekannt, dass genügend Unterschriften (mehr als 100 000) gesammelt worden waren. Damit wird eine Volksabstimmung über die Initiative zwingend, bei deren Annahme der Initiativtext Teil der Schweizer Verfassung würde. Seither wurden vielfältige Gegenvorschläge entwickelt.

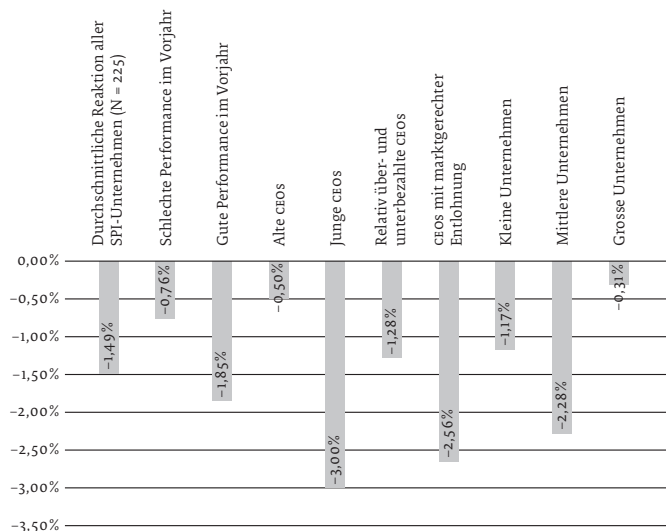
Eine aktuelle Studie findet das auf den ersten Blick überraschende Ergebnis, dass im Durchschnitt die Aktienkurse Schweizer Unternehmen fielen, als bekannt wurde, dass die Abzocker-Initiative genügend Unterschriften gesammelt hat.⁵ Im Mittel verloren die Schweizer Aktionäre an diesem Tag fast 1,5%. (Diese Analyse rechnet andere Faktoren – wie z. B. das unternehmensspezifische systematische Risiko –, die den Aktienkurs einer Firma an den betreffenden Tagen beeinflussten, heraus.) Warum reagieren Aktionäre so negativ, wenn sie doch bei Annahme der Initiative mehr Macht erhalten würden? Insbesondere fielen die Aktienkurse jener Unternehmen besonders stark, die in der Vergangenheit viel Wert für die Aktionäre generierten. Dies ist plausibel, da in diesen Unternehmen nur wenige weitere Verbesserungen durch Mitwirkung der Aktionäre zu erwarten sind, aber doch die Kosten der Durchführung von Abstimmung und die potenziellen «Interferenzen» durch bestimmte Aktionäre anfallen. Auch Firmen, die ihren Unternehmen ungefähr eine relative, zu anderen Unternehmen gleich hohe Kompensation zahlen, reagierten besonders negativ. Und schliesslich sind die Aktionäre von Unternehmen, wo CEOs sogenannte firmenspezifische Investments (beispielsweise durch besonders intensives Kennenlernen der Produkte oder den Erwerb von Know-how, das dem CEO andernorts wenig bringt) machen sollen, wenig begeistert von der Initiative: Denn wenn Aktionäre mehr

⁵ Siehe Wagner, A./Wenk, C. (2011): Are shareholders stupid? On the surprising impact of binding say-on-pay on stock prices, Working Paper, IBF, Universität Zürich 2011. Herunterladbar: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1793089.

Macht haben, muss das Topmanagement befürchten, dass es zwar während des Jahres Wert für das Unternehmen durch spezifische Investments generiert, dann aber bei der nächsten Abstimmung dafür nicht entsprechend remuneriert wird.

Die «Abzocker»-Initiative und Aktienkursreaktionen Schweizer Unternehmen

Prozentuale Veränderung der relativen Aktienkurse in den drei Tagen rund um die Ankündigung, das 100000 Unterschriften für die Initiative gesammelt wurden.



Quelle: Wagner und Wenk (2011)
Die gesamte Studie und weitere Resultate sind verfügbar auf:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1793089

Abschliessende Bemerkungen

Im Rahmen des vom Institut für Banking und Finance der Universität Zürich durchgeführten Ratings ist deutlich geworden, dass viele Unternehmen das Compensation Reporting anscheinend als lästige, von Regulatoren und einigen «aufmüpfigen» Aktionären geforderte, vom sonstigen Management eigentlich unabhängige Aufgabe ansehen. Damit vergeben diese Unternehmen eine grosse Chance. Value Reporting ist deswegen eine so sinnvolle «Übung» für Unternehmen, da es das Management zwingt, einen direkten und engen Link zwischen dem Geschäftsmodell und der Kompensationsstrategie herzustellen. Wir hoffen, dass die Schweizer Unternehmen diese Chance in den nächsten Jahren besser nutzen. Dies wird Unternehmen dann auch in eine bessere Lage versetzen, um mit etwaigen «Say on Pay»-Vorschriften gut umgehen zu können.