



*advisory services
portfolio management
corporate finance*

4. ECONOMIC OUTLOOK 2009

Internationale Treuhand Gruppe (itag)

Verfasser:
Dr. Arndt Oelgarth
Senior M&A Consultant
Remaco Merger AG

Hotel Les Trois Rois, Basel, 23. April 2009



Dr. Philipp Hildebrand
*Designierter Präsident des Direktoriums der
Schweizerischen Nationalbank (SNB)*

Prof. Dr. Heinz Zimmermann
*Ordinarius für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel
Mitglied des Verwaltungsrates der itag*

Pascal Böni
Präsident des Verwaltungsrates & CEO der itag

4. ECONOMIC OUTLOOK DER INTERNATIONALEN TREUHAND GRUPPE (ITAG)

Bereits zum 4. Mal fand am 23. April 2009, im Hotel Les Trois Rois in Basel, der Economic Outlook der Internationalen Treuhand Gruppe (itag) statt. Es referierten der designierte Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank (SNB) Dr. Philipp M. Hildebrand zum Thema "Prinzipien für risikoorientierte Vergütungssysteme" sowie Prof. Dr. Heinz Zimmermann, Ordinarius für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel und Mitglied des Verwaltungsrates der itag zum Thema "Variable Vergütung - Fluch oder Segen?".



Pascal Böni, Präsident des Verwaltungsrates und CEO der itag, begrüßte die rund 120 Gäste aus der Schweizer und internationalen Wirtschaft herzlich. In seinem Einleitungsreferat zog Herr Böni eine kurze Bilanz der Ereignisse des Jahres 2008: Mit der Sub-Prime- und Kreditkrise wurde uns eindrucksvoll verdeutlicht, wie verbunden und

somit auch verletzlich die globalen Volkswirtschaften und Kapitalmärkte sind. Zwar lässt sich die Krise damit relativieren, dass in den letzten 150 Jahren allein in den USA 32 Rezessionen gezählt wurden. Auch gehören der parallele Verlauf von Konjunktur und Aktienmärkten zum ökonomischen Alltag. Jedoch wurde die aktuelle Gewinnrezession mit einer Korrektur von rund 55 % nur in der grossen Depression mit einem Gewinnrückgang von 65 % übertroffen. Auch die Geschwindigkeit der aktuellen Ereignisse darf als ausserordentlich bezeichnet werden. Herr Böni schloss seinen Rückblick mit der Feststellung, dass solch signifikante Markturbulenzen jeweils mit einer Flut neuer Regularien quittiert wurden (Beispiele: Gründung der Securities Exchange Commission nach der Wirtschaftskrise im Jahr 1929, Einführung des Sarbanes-Oxley Act nach den Pleiten von Enron und WorldCom).

Herr Böni leitete nun mit einigen kritischen Statements und Fragestellungen auf das Thema „Anreizsysteme und variable Kompensation“ des 4. Economic Outlook der itag über. Mit der Deckelung der Gehälter von Executives von Unternehmen, die im Rahmen staatlicher Stützungs- und Konjunkturmassnahmen Hilfe in Anspruch nehmen, hat die aktuelle Krise erste regulatorische Früchte getragen. Doch ist staatlich verfügte Bescheidenheit der richtige Weg? Auch die von einer breiten Bevölkerungsschicht und einigen Politikern betriebene populistische Vorverurteilung von gut bezahlten Top Executives wird uns an dieser Stelle nicht weiter bringen. Vielmehr bedarf es einer differenzierten Auseinandersetzung mit dem Thema „Anreizsysteme und variable Kompensation“. Sind die Anreizsysteme im Interesse der Aktionäre ausgestaltet oder dienen sie primär dem Eigennutz einiger weniger Executives? Fördern sie eine ausgewogene, vertret-

bare Risikopolitik eines Unternehmens oder verführen sie zur Übernahme unverhältnismässiger Risiken? Zur Diskussion und Beantwortung dieses Fragenkomplexes stellte Herr Böni mit Freude die beiden ausserordentlich sachkompetenten Referenten vor:

Herr Prof. Dr. Heinz Zimmermann ist Ordinarius für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel und u.a. auch Mitglied des Verwaltungsrates der itag. Er ist Verfasser von über 200 wissenschaftlichen Publikationen und Mitbegründer verschiedener innovativer Unternehmen im Finanzdienstleistungsbereich. Prof. Zimmermann forscht in den Bereichen Risikomanagement, Portfolio-Theorie, derivative Finanzinstrumente und der Bewertung risikobehafteter Finanzanlagen. Er ist Herausgeber der Zeitschrift „Finanzmarkt und Portfolio-Management“ und ist im Editorial Board verschiedener internationaler Fachzeitschriften vertreten.



zu betrachten: **Formen der Entschädigung** (Cash, Aktien, Optionen), **Bemessungsgrundlagen** sowie **Zielgruppen**.

Prof. Zimmermann nahm den ihm zugespielten Ball, der Forderung nach einer differenzierten Betrachtung, auf und leitete sein Referat mit der Feststellung ein, dass die adversen Risikoanreize der variablen Entschädigungsmodelle zur aktuellen Finanzkrise geführt haben. Er empfahl, folgende Elemente der Entschädigungssysteme differenziert

Die für funktionierende Märkte konstruierten variablen Entschädigungssysteme versagen in Finanzkrisen, da in solch aussergewöhnlichen Situationen die Informationsleistung des Finanzsystems eingeschränkt ist oder sogar vollständig ausfällt. Die ungenügende Liquidität führt zu Störungen, was Prof. Zimmermann durch die Analogie zu einem Verkehrschaos anschaulich verdeutlichte: Ein Stau ist die Folge von Kapazitätsengpässen, Informations- sowie Koordinationsmängeln.

Die aktuelle Finanzkrise ist gemäss Prof. Zimmermann durch folgende Merkmale charakterisierbar: **Fehllei-**

stungen und Schwachpunkte des Finanzsystems (Kreditrisikotransfer, Verbriefung, Subprime-Strukturen, Verfehlung von Anreizen auf unterschiedlichen Ebenen, Finanzarchitektur), **Betroffenheit globaler Finanzdienstleister, Funktionsuntüchtigkeit wichtiger Finanzmarktsegmente** (Geldmarkt, Interbankenmarkt, Corporate Bond Markt), **Gefährdung grosser Sektoren** (Investment Banken, Hedgefonds) sowie die Notwendigkeit der **Hilfe staatlicher und monetärer Behörden**. Als besondere Aspekte der aktuellen Krise identifizierte Prof. Zimmermann die **Dauer der Krise**, das **Ausmass der Abschreibungen bzw. Verluste** (z.B. Verlusterwartungen bei Verbriefungen bis 4'000 Mrd. US\$), die **Unsicherheit** (permanente Unterschätzung des Ausmasses der Verluste sowie deren stetige Korrektur nach oben) und die **Tragweite** (mehr als nur regulatorische und monetäre Implikationen).

Die „Gier der Bankmanager“ lässt sich gemäss Prof. Zimmermann relativieren: **Adverse Risikoanreize** sind zwar nicht von der Hand zu weisen, sie sind Ausdruck eines technokratischen Planungsmodells, allerdings sind **intrinsic Motivationseffekte** mindestens ebenso wichtig. Die **Kontrollmöglichkeiten** sind ebenso in Frage zu stellen. Prof. Zimmermann legte zudem eine differenzierte Betrachtung der relevanten Stellhebel nahe: **Formen der variablen Entschädigung** (Cash, Aktien, Optionen), **Risikoanreize** und ihre Kosten für Fremd- und Eigenkapitalgeber, **Sperrfristen** (Trade-Off zwischen mittel- und langfristiger Orientierung), **Bemessungsgrundlagen** (Marktwerte oder buchhalterische Kennzahlen), **Gruppen- oder Spartenperformance, Zielgruppen** (Top-Management, Distributors und Originators der Risiken) sowie die **Quantifizierung der genannten Effekte** (z.B. mittels Optionspreismodellen).

Schliesslich wies Prof. Zimmermann auf fundamentale Schwächen der traditionellen variablen Entschädigungsmodelle hin. Aktienoptionsprogramme und Boni in Form von direkten Aktien setzen adverse Risikoanreize, die lediglich die Steigerung des Aktienkurses, nicht aber eine Steigerung des Unternehmenswertes belohnen. Fremdkapitalgeber tragen einen substantiellen Teil der Kosten der Risikoanreize von Bonusssystemen. Bemerkenswert sind zudem die Erkenntnisse aus empirischen Studien zur Frage, ob Höhe und Form der Boni einen nachhaltigen Einfluss auf den Firmenwert haben, deren Resultate Prof. Zimmermann als unschlüssig zusammenfasst. Schliesslich brachte Prof. Zimmermann die Grenzen eines technokratischen Steuerungsmodells insbesondere in Krisensituationen auf den Punkt: **Finetuning wie im Engineering funktioniert im Finanzwesen nicht**.

Prof. Zimmermann beendete sein Referat mit einigen Schlussfolgerungen: Krisen gehören zum Finanz-

system. Massnahmen zur Linderung bzw. Behebung der Krise bilden den Keim für die nächste Krise. Internationale Ansteckungseffekte sind gestiegen. Abhilfe kann nur durch simultane Massnahmen an Architektur, Kapital, Liquidität, Geschäftsmodellen, Anreizen, Governance sowie Regulierung geschaffen werden. In Turbulenzen wie der aktuellen Finanzkrise ersetzt Augenmass den Autopiloten.

Nach dem gebührenden Applaus der Gäste übergibt Herr Böni das Wort an Dr. Hildebrand.

Herr Dr. Philipp Hildebrand ist Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und seit dem 8. April 2009 vom Bundesrat ernannter designierter Präsident derselben Institution mit Amtsantritt per 1. 1. 2010. Herr Dr. Hildebrand ist zudem Vorsitzender der Stellvertreter der Zehnergruppe (G-10), Präsident des Stiftungsrates des „International Center for Monetary and Banking Studies“ in Genf, Mitglied des Comité stratégique von Agence France Trésor und Mitglied der Group of Thirty. Darüber hinaus ist Herr Dr. Hildebrand Mitglied der Working Group on Enhancing Market and Institutional Resilience des Financial Stability Board (FSB) und seit Frühjahr 2009 Vorsitzender der Working Party No. 3 der OECD.



Dr. Hildebrand begann sein Referat mit der anschaulichen Einleitung, dass es im menschlichen Wesen liegt, unsere Lebenssituation stetig verbessern zu wollen und zur Erreichung dieses Ziels unsere Grenzen zu testen. Wie wir unsere Ziele zu erreichen versuchen, wird massgeblich durch die Anreize beeinflusst, die uns Gesellschaft, Kultur, Religion, Gesetze und andere Faktoren setzen. Dr. Hildebrand wies auf das Risikopotenzial hin, dass insbesondere im Finanzsektor davon auszugehen ist, dass Marktteilnehmer grundsätzlich immer bis an die äusserste Grenze der gegebenen Anreize gehen.

Gemäss Dr. Hildebrand sind Vergütungssysteme von Finanzunternehmen ein Paradebeispiel für schlecht strukturierte Anreize, die zu den aktuellen Verwerfungen beigetragen haben. Er stellte zudem fest, dass Kompensationspakete traditionell ein Instrument waren, begehrte Mitarbeiter zu gewinnen und im Unternehmen zu halten. Kurzfristige Gewinne wurden mit teilweise exzessiven Bonuszahlungen belohnt. Die damit verbundenen längerfristigen Risiken für das Unternehmen wurden nicht angemessen berücksichtigt, was schliesslich das globale Finanzsystem nahe an den Abgrund führte.

Mit der Zielsetzung, in Zukunft risikoadjustierte Kompensationspraktiken zu gewährleisten und die Entlohnungssysteme besser an der langfristigen Rentabilität und Risikobereitschaft von Finanzunternehmen auszurichten, betraute das Financial Stability Board (FSB) Ende letzten Jahres eine Arbeitsgruppe, mit deren Vorsitz Dr. Hildebrand betraut wurde, mit dem Mandat, risikoorientierte Vergütungsprinzipien für Finanzinstitute zu entwickeln. Diese Prinzipien wurden vom FSB und von den Staats- und Regierungschefs der G20-Länder an ihrem Treffen im Frühjahr 2009 gutgeheissen.

Ein wichtiger Grund, warum das FSB mit der Entwicklung dieser Prinzipien betraut wurde, war die Notwendigkeit, risikoorientierte Praktiken über nationale Grenzen hinweg einzuführen und die Kontrolle durch die Aufsichtsbehörden zu stärken. So können vergleichbare Wettbewerbsbedingungen gewährleistet werden. Da sich das FSB auf die globale Finanzstabilität konzentriert, stehen die grossen, komplexen und internationalen Finanzinstitute im Fokus dieser Aktivitäten.

Nach seinen einleitenden Ausführungen erläuterte Dr. Hildebrand die neu entwickelten Vergütungsprinzipien, die sich in drei Kategorien einteilen lassen, im Einzelnen. **Effektive Governance:** Richtlinien für den Prozess, wie und von wem Vergütungssysteme innerhalb von Unternehmen gestaltet, angewandt und überwacht werden sollten. **Vergütungsgestaltung:** Prinzipien zur Risikoausrichtung von Vergütungsstrukturen. Hierbei sind alle Risikonehmer auf sämtlichen Unternehmensebenen, nicht nur das höhere Kader, mit einzubeziehen. Gerade weil Risiken ex ante schwer zu bemessen sind, sollten Boni auch ex post – also wenn die Folgen von Risiken tatsächlich eingetroffen sind – um diese Folgen adjustiert werden. **Aufsichtsbehördliche Kontrolle und Einbindung der Stakeholders:** Wenn die Aufsichtsbehörden Unzulänglichkeiten bei der Gesamtbewertung des Unternehmensrisikos feststellen, sollten die Geschäftsleitung und vor allem der Verwaltungsrat des Unternehmens darauf aufmerksam gemacht werden. Ausbleibende Korrekturen müssen spürbare Konsequenzen nach sich ziehen (z.B. Erhöhung der Kapitalanforderungen, wie im FSB Bericht vorgeschlagen). Ergänzt werden die Prinzipien durch die Forderung nach **mehr Offenlegung.** Finanzunternehmen sollten klare, umfassende und aktuelle Angaben über ihre Vergütungspraktiken darlegen – nicht nur die Bezüge der Topmanager, sondern auch die allgemeine Vergütungspolitik und -struktur. Die Offenlegung des Vergütungssystems eines Unternehmens ist für die Stakeholders notwendig, um eine unabhängige Beurteilung vornehmen und dadurch die Unternehmensführung in die Verantwortung setzen zu können.

Dr. Hildebrand zog am Ende seines Referats einige Schlussfolgerungen und erläuterte die nächsten Schritte zur Umsetzung der vom FSB entwickelten risikoorientierten Vergütungsprinzipien in die Unternehmenspraxis. Massnahmen zur Überwindung der aktuellen Krise geniessen gegenwärtig zwar absolute Priorität, gleichwohl ist es aber sehr wichtig, auch schon heute Lehren aus der Krise zu ziehen und Massnahmen zu ergreifen, die unser marktwirtschaftliches System in Zukunft widerstandsfähiger machen. Zwar haben Finanzinstitute ihre Entlohnungssysteme in der Zwischenzeit entsprechend angepasst. Um jedoch nachhaltigen Wandel zu bewirken, ist ein reines Abstützen auf Selbstregulierung ungenügend. Zur Gewährleistung breit akzeptierter und nachhaltig gelebter Vergütungsstandards, müssen Aufsichtsbehörden deren Anwendung sicherstellen und eine ungenügende Umsetzung sanktionieren. Die Prinzipien werden nun vom Basler Ausschuss konkretisiert. Anschliessend müssen die relevanten nationalen Regulierungsbehörden sicherstellen, dass die notwendigen Anstrengungen auf Firmenebene auch wirklich vorgenommen werden, in der Schweiz durch die FINMA. Das FSB und die G-20 erwarten, dass ein signifikanter Fortschritt hinsichtlich Umsetzung der Richtlinien vor der Festlegung der Boni für das Jahr 2009 erzielt und die Art und Weise, wie die grossen Finanzunternehmen ihre Vergütungssysteme in Zukunft handhaben, wesentlich beeinflusst wird.

In einer angeregten, offenen Fragerunde nutzten die Gäste im Anschluss die Gunst der Stunde, um den hochkarätigen Referenten spezifische Fragen zu stellen.



Herr Böni stand nun vor der Herausforderung, solch fachkompetenten Referenten einen Ratschlag zu erteilen und gleichzeitig den Dank der Gäste und der itag angemessen zum Ausdruck zu bringen. Die Lösung lehnt sich an den Rat stoischer Philosophen vor bereits 2000 Jahren an. Die Kernbotschaft „Keep calm and carry on“ findet gegenwärtig massenhafte Verbreitung und ist derzeit im finanzkrisengeschüttelten England in Form von gerahmten Postern an Bürowänden, auf T-Shirts, Umhängetaschen und Teetassen allgegenwärtig. Unter dem Applaus der Gäste überreicht Herr Böni diesen wertvollen Ratschlag in Form eines Kunstdrucks an die beiden Referenten Dr. Hildebrand und Prof. Zimmermann.

Im ehrwürdigen Ambiente des historischen Salle Belle Epoque rundete zum Abschluss ein vortrefflicher Stehlunch den besonderen Anlass ab.

Der 5. Economic Outlook findet am 22. April 2010 statt.