

CEO-Löhne im Bankensektor: Die Leistung zählt

Nach der Kritik an überhöhten Salären von Bankenchefs geloben viele Geldinstitute, dass sich die Löhne an der Leistung ausrichten. Ob das stimmt, hat nun eine Studie untersucht. Die Schwierigkeit dabei: Wie misst man Leistung überhaupt? *Dragan Ilić, Peter Steffen Schmidt*

Abstract Hohe Saläre von Chief Executive Officers (CEOs) erhitzen in regelmässigen Abständen die Gemüter. Dabei steht auch die Frage im Raum, ob die CEOs tatsächlich entsprechend der Performance ihres Unternehmens entlohnt werden, wie das viele Unternehmen behaupten. Der empirische Nachweis dafür ist wichtig für die Eigentümer der Unternehmen, er hat aber seine Tücken. Es zeigt sich, dass bei der Evaluation der Performance sorgfältig über die richtige Vergleichsgruppe nachgedacht werden muss. Eine neue Studie untersuchte bei 46 Grossbanken, ob ihre CEOs nach der relativen Aktienperformance entlohnt werden. Die Studienresultate stützen die Aussagen der Banken: Die leistungsbezogene Entlohnung geht tendenziell mit der relativen Performance einher. Bei Banken, welche sich diesen relativen Entlohnungsmechanismus auf die Fahne geschrieben haben, ist dieser Zusammenhang noch deutlicher. Dieses Erkenntnis dürfte die Eigentümer freuen, denn der Mechanismus diszipliniert die CEOs.

Hohe Löhne von CEOs sorgen immer wieder für hitzige Diskussionen. Und das nicht erst, seit die 1:12-Initiative im Jahr 2013 das Verhältnis zwischen Höchst- und Tiefstlöhnen in einem Unternehmen regulieren wollte. Ein Anstieg der Managementvergütungen in den letzten Jahrzehnten ist empirisch nicht von der Hand zu weisen. Für Unmut gesorgt haben insbesondere die Löhne bei Banken wie Lehman Brothers und Bear Stearns, deren Insolvenz den Höhepunkt der Finanzkrise markiert hat. Fast schon zynisch mutet da manchen die Behauptung von Unternehmen an, dass CEO-Löhne leistungsbezogen seien. Sind sie das tatsächlich? Und: Was ist überhaupt mit «Leistung» gemeint? Woran wird sie gemessen? Unsere Studie hat diese Behauptung mit neuen Daten am Beispiel von internationalen Banken untersucht. Zunächst müssen wir jedoch kurz theoretisch ausholen.

Theorie des optimalen Lohns

Ökonomen interessiert bei Managementvergütungen in erster Linie der zugrunde liegende Entlohnungsmechanismus. Managementvergütungen sind nämlich ein Paradebeispiel des sogenannten Prinzipal-Agent-Problems, welches die Anreizproblematik zwischen einem Auftraggeber (Prinzipal) und seinem Beauftragten (Agent) beschreibt. Typischer-

weise verfügt der Agent über einen Wissensvorsprung, denn der Prinzipal kann das gewünschte Engagement des Agenten kaum exakt kontrollieren.

Dieses Problem besteht auch bei Unternehmen. Wie bringt man also einen Agenten (hier CEO) dazu, bestmöglichen Einsatz im Interesse des Prinzipals (hier Eigentümer des

Unternehmens) zu leisten? Wenn ein direkter und unverfälschter Zusammenhang zwischen Engagement und Resultat bestünde, wäre das einfach – man schliesst vom Resultat auf das Engagement und entlohnt entsprechend. Ein entsprechender Vertrag kann den CEO dahin gehend lenken, dass er im Interesse des Eigentümers handelt und seinen Spielraum nicht für seine eigenen Ziele ausnutzt.

Schwieriger wird es, wenn das Resultat nicht nur vom Engagement des CEO, sondern auch von weiteren, von ihm nicht kontrollierbaren Faktoren wie dem Konjunkturverlauf oder dem Wetter beeinflusst wird. Dann kann die Höhe des Engagements nicht schlüssig aus dem Resultat abgeleitet werden. Tatsächlich ist es in der Arbeitswelt üblich, dass der Geschäftsgang auch von nicht kontrollierbaren Zufällen mitbestimmt wird. Dieser Umstand

Stand wegen seines hohen Lohns immer wieder in der Kritik: Brady Dougan, der ehemalige CEO der Credit Suisse.



erschwert die optimale vertragliche Lohnvereinbarung. Antworten hierzu liefert die Vertragstheorie, deren Begründer Oliver Hart und Bengt Holmström 2016 den Alfred-Nobel-Gedächtnispreis erhalten haben.

Verträge schaffen Sicherheit und tragen zu Kooperation bei. Wie aber sollten Verträge in Situationen, in denen Unsicherheit vorherrscht, gestaltet werden? Die Vertragsökonomie besagt mit dem Prinzip des Informationsgehalts, dass jegliche Information, welche für den Eigentümer die Unsicherheit über das vom CEO tatsächlich geleistete Engagement reduziert, Teil des Vertrags sein

sollte. Solche Informationen umfassen auch zufällige Marktbewegungen, die ausserhalb der Kontrolle des CEO liegen. Eine solche Ausgestaltung des Vertrags hat zur Folge, dass der CEO weniger für Fremdverschuldetes haften muss, sich aber auch seltener mit fremden Federn schmücken kann. Fehlzuschreibungen in Bezug auf das tatsächliche Engagement werden so vermindert.

Relative Performance massgebend

Auch bei CEO-Verträgen sollte das Prinzip des Informationsgehalts Anwendung fin-

den, sonst ist die Eigenleistung nicht schlüssig identifizierbar. Denn allgemeine Marktbewegungen können verzerrend wirken. Wenn zum Beispiel der Ölpreis steigt, operieren alle Öl produzierenden Unternehmen profitabler, und auch wenig Einsatz leistende CEOs erscheinen in gutem Licht. Umgekehrt liess ein fallender Ölpreis auch vergleichsweise gut waltende CEOs schlecht aussehen. Konkret findet sich das Prinzip des Informationsgehalts in der von Holmström entwickelten relativen Performanceevaluation (RPE) wieder. Sie formuliert den «optimalen» Vertrag für den CEO.

Konstruktion der Vergleichsgruppen («Peergruppen»)

Wie identifiziert man Unternehmen, die gleichen Marktrisiken ausgesetzt sind? Die Wirtschaftswissenschaftlerin Ana Albuquerque (2009) weist darauf hin, dass Marktrisiken und die Flexibilität, auf diese Risiken zu reagieren, nebst der Industriezugehörigkeit auch von einer Vielzahl anderer Variablen abhängen. Darunter fallen etwa die Technologie des Unternehmens, die Komplexität der Organisationsstruktur und die Möglichkeit, sich extern zu finanzieren. Wie lässt sich das messen? Albuquerque weist nach, dass der Marktwert eines Unternehmens (die «Grösse») diese komplexen Variablen aussagekräftig repräsentiert. Sie zeigt weiter, dass innerhalb der Industrien die Aufteilung von Unternehmen in vier Grössengruppen ein starker Ansatz ist, um Unternehmen nach gemeinsamen Marktrisiken zu bündeln. So wird jedem Unternehmen, das zur Gruppe der 25 Prozent kleinsten Unternehmen gehört (Gruppe I), ebendiese Gruppe I als Peergruppe zugeordnet usw.

Dass die Grösse tatsächlich massgebend ist und die Industrie als Vergleichsgruppe allein nicht

taugt, zeigen die Beispiele der Schweizer Grossbanken UBS und Credit Suisse (CS).

Bei den inländischen Handelsbanken, der Industriegruppe, der die UBS angehört, wird ersichtlich, dass grössere Banken im Mittel geringere Renditen aufweisen als kleinere Banken und ihre Renditen eine geringere Streuung aufweisen (siehe *Abbildung 1*). Mit anderen Worten: Grösse scheint also wie erwartet mit Marktrisiken verknüpft zu sein. Die Gruppe IV mit den 25 Prozent grössten Banken, zu welchen auch die UBS gehört, weist eine durchschnittliche jährliche Aktienrendite von 39 Prozent auf. Die UBS kann allerdings lediglich eine Rendite von 23 Prozent vorweisen. Für den CEO der UBS, Sergio Ermotti, bedeutet dies, dass seine Performance im Jahr 2013, gemessen an seiner Peergruppe IV, nur unterdurchschnittlich war. Würde man die Performance der UBS mit allen Grössenklassen vergleichen, würde die Performance aber noch unvorteilhafter ausfallen. Denn die durchschnittliche Rendite liegt dort bei 42 Prozent. Mit dem Gesamtvergleich würde Sergio Ermotti also unrecht getan.

Bei der Industriegruppe der CS, den Effektenmaklern und -händlern, ist es umgekehrt: Dort weisen grössere Banken im Mittel höhere Renditen auf als kleinere Banken (siehe *Abbildung 2*). Mit der RPE muss sich die Credit Suisse, die in ihrer Industriegruppe ebenfalls zu den grössten Banken gehört, mit ebendieser Gruppe IV messen lassen. Diese Gruppe weist eine Rendite von 33 Prozent auf. Die Credit Suisse liegt mit 30 Prozent nur leicht darunter. Die Rendite über alle Grössenklassen in der Industriegruppe beträgt bloss 26 Prozent. Würde man die Performance der CS also mit dem Durchschnitt aller Grössenklassen vergleichen, würde man dem damaligen CEO der Credit Suisse, Brady Dougan, irrtümlicherweise eine überdurchschnittliche Rendite in seiner Industriegruppe zuschreiben. Er könnte sich somit mit fremden Federn schmücken.

Die Peergruppen in der vorliegenden Studie wurden deshalb ebenfalls nach Industriegruppe und Grösse gebildet.

Abb. 1: Einteilung der Peergruppen (I bis IV) bei inländischen Handelsbanken

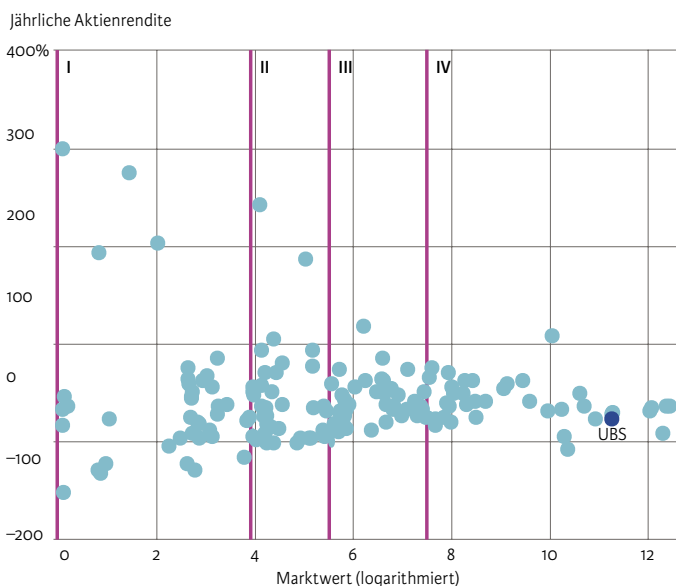
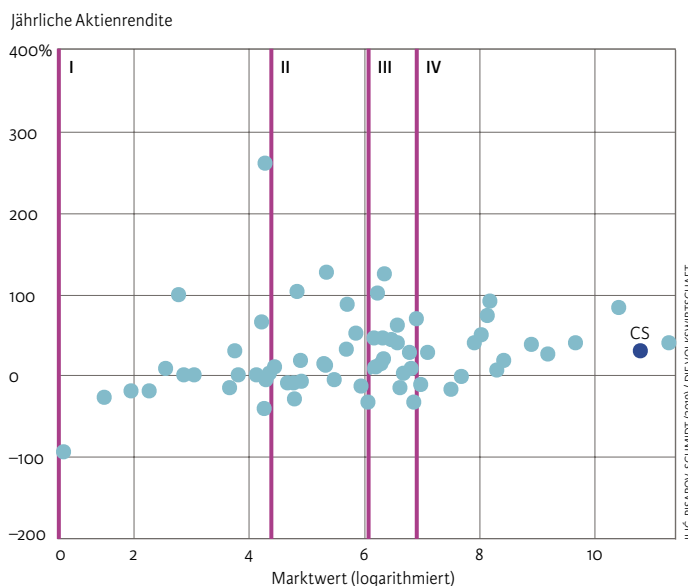


Abb. 2: Einteilung der Peergruppen (I bis IV) bei Effektenmaklern und -händlern



Die beiden Abbildungen illustrieren den Zusammenhang zwischen Marktwert und der jährlichen Aktienrendite. Die Daten beziehen sich jeweils auf den Januar 2014.

Die RPE besagt, dass das Engagement eines CEO mithilfe eines relativen Leistungsindicators eruiert und entlohnt werden sollte. Das heisst: Die Performance des betreffenden Unternehmens (meist gemessen in Aktienrenditen) ist in Relation zu Peerunternehmen zu setzen, die ähnlichen Marktrisiken ausgesetzt sind. Ein darauf basierender Entlohnungsmechanismus filtert somit die Marktrisiken, welche ausserhalb des Einflussbereichs eines CEO wirken und alle Unternehmen in seiner Peergruppe gleichermaßen erfassen. Entscheidend dabei ist, dass man für die RPE den «richtigen» Vergleichsmarkt eruiert. Dabei gilt es, Unternehmen zu identifizieren und zu bündeln, die ähnlichen Marktrisiken ausgesetzt sind (siehe *Kasten*).

Wasser predigen und Wein trinken?

So viel zur Theorie. Der Vorteil der RPE für die Eigentümer scheint offenkundig. Studien weisen denn auch darauf hin, dass die RPE weitverbreitet ist. Viele und zunehmend mehr Unternehmen rühmen sich sogar aktiv, die RPE zu nutzen, weil es gegen aussen als Signal guter Unternehmenspraxis gilt. Das könnte jedoch Augenwischerei sein. Denn jeder CEO hat ein Interesse daran, sich hinter vorgehaltener Hand einen falschen Vergleichsmarkt zurechtzuschustern, sprich, sich mit einer besonders schlecht performenden Peergruppe zu vergleichen. Das wird ermöglicht, weil die effektive Zusammensetzung der Peergruppe oft aus vorgeblich strategischen Gründen ein Geschäftsgeheimnis bleibt. Damit besteht also für die Eigentümer das Risiko, dass die Peergruppe die relative Leistung des CEO überschätzt und der CEO zu hoch entlohnt wird.

Wir wollen diese Hypothese testen. Vergleichen international handelnde Banken ihre CEOs gemäss der RPE? Und ist die weitverbreitete und für Eigentümer vorteilhaft erscheinende Behauptung von vielen dieser Banken, die RPE zu betreiben, bloss ein Lippenbekenntnis? Wir sind diesen Fragen empirisch nachgegangen und haben den internationalen Bankensektor auf die RPE getestet. Ein besonderes Augenmerk haben wir dabei auf jene Banken gerichtet, welche die RPE öffentlich propagieren. Das inter-

nationale Bankenwesen bietet sich als Testgelände geradezu an. Denn die RPE ist, wie oben erwähnt, besonders dann sinnvoll, wenn Unternehmen gemeinsamen Marktrisiken ausgesetzt sind. Auf international agierende Banken trifft dies in hohem Masse zu.

Vergleiche im Bankenwesen

Für unseren Datensatz haben wir jährliche CEO-Vergütungen, Aktienrenditen und Marktwerte von 46 grossen Banken aus 16 Ländern zusammengetragen. Die Quellen für die Finanzdaten der Jahre 2003–2014 sind Thomson Reuters Datastream und Thomson Reuters Worldscope. Die Auswahl der Banken basiert auf dem Financial Times Stock Exchange All-World Index. Für die Vergütungen haben wir uns auf die in den Jahresberichten angegebenen totalen Lohnsummen gestützt. Diese beinhalten fixe und variable Lohnanteile. Für jede Bank und jedes Jahr wurde unter anderem auch notiert, ob die Jahresberichte die Nutzung der RPE explizit offenlegen oder darauf schliessen lassen und in welchem Subsektor die Bank primär tätig ist. Weiter bilden über 1500 Unternehmen aus der Bankenindustrie den Pool für die Konstruktion der Peergruppe (des «richtigen» Vergleichsmarkts) für jede der 46 Banken. Natürlich sind auch die 46 Banken Teil dieses Pools.

Unsere statistischen Analysen auf der Basis dieser Peergruppenvergleiche weisen darauf hin, dass die internationalen Banken die RPE verwenden. Denn die Vergütungen der CEOs korrelieren in unserem Sample mit ihren Performances relativ zur jeweiligen Vergleichsgruppe. Die Richtung der leistungsbezogenen Entlohnung stimmt also mit der relativen Performance überein. Die statistische Evidenz wird noch ausgeprägter, wenn wir uns auf jene Banken konzentrieren, die eine Nutzung der RPE offenlegen. Die Resultate lassen zudem darauf schliessen, dass grössere Banken stärker dazu tendieren, die RPE zu nutzen. Das überrascht nicht. Seit den eingangs erwähnten Lohnskandalen in der Finanzkrise steht das internationale Bankenwesen unter scharfer Beobachtung. Dieser Druck dürfte insbesondere dem RPE-Engagement der grossen, im Licht der Öffentlichkeit stehenden Banken zuträglich gewesen sein.

Was bedeuten diese Erkenntnisse? Die Aussagen zur Offenlegung der RPE scheinen offenbar zu stimmen; zumindest bei international handelnden Banken. Deren Verkündungen der RPE spiegeln glaubwürdig eine gute Unternehmenspraxis wider und sind nicht nur leere Worte. Für die Eigentümer ist diese Einsicht von grundlegender Bedeutung. Denn ohne Leitplanken sind Agenten in erster Linie auf ihren eigenen Vorteil bedacht. Die RPE hilft, geeignete Anreize zu setzen, damit sich die Interessen der Eigentümer im Handeln der CEOs widerspiegeln.



Dragan Ilić

Dr. rer. pol., Wissenschaftlicher Mitarbeiter und Lehrbeauftragter, Center of Economic Research (CER), ETH Zürich und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät (WWZ), Universität Basel



Peter Steffen Schmidt

Dr. oec., Postdoktorand, Universität Genf

Literatur

Albuquerque, Ana M. (2009). Peer Firms in Relative Performance Evaluation. In: *Journal of Accounting and Economics*, 48(1), 69–89.

Ilić, Dragan, Sonja Pizarov und Peter S. Schmidt (2019). Preaching Water But Drinking Wine? Relative Performance Evaluation in International Banking. In: *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 155:6.



Aktuelle wissenschaftliche Studien aus der «Schweizerischen Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik» mit einem starken Bezug zur schweizerischen Wirtschaftspolitik erscheinen in einer Kurzfassung in der «Volkswirtschaft».