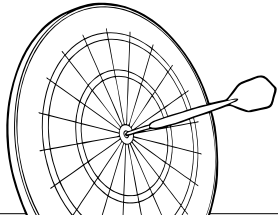
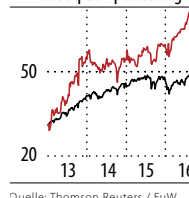


Hot Corner



Lächeln mit Joe

— Align Technology
Kurs: 99.30 \$
— Nasdaq Composite ang.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Keine hässlichen Metallspangen im Mund mehr, Albtraum der Kindheit: Das US-Dentalunternehmen **Align Technology** (Nasdaq: ALGN, Kurs 99.30\$, Börsenwert 7,9 Mrd.\$) bietet mit seiner computerunterstützten Zahnkorrekturbehandlung Invisalign eine nahezu unsichtbare Alternative. Die aus thermoplastischem Material gefertigten Produkte sind transparent – «Sie können das Lächeln erhalten, das Sie sich schon immer gewünscht haben», heisst es in der Werbebroschüre. Schon über 4 Mio. Patienten haben sich von den Vorteilen der Methode des 1997 gegründeten Unternehmens überzeugen lassen, die Zahl der Kunden wächst rasant.

Geführt wird Align Technology seit Mitte 2015 von Joseph M. Hogan. In der Schweiz ist «Joe» Hogan vor allem ABB-Aktionären noch ein Begriff: Der Amerikaner leitete den Energie- und Automationstechnikkonzern von 2008 bis 2013. Zuvor war er u.a. CEO der Health-care-Sparte von General Electric gewesen.

In den letzten fünf Jahren hat Align Technology den Umsatz auf 1 Mrd.\$ verdoppelt. Für 2017 rechnen die Finanzanalysten mit einem Wachstum von 20%, im Einklang mit dem mittelfristigen Ziel des Dentalunternehmens von 15 bis 25%. Die operative Marge auf Stufe Ebitda bewegt sich ebenfalls in der Zielspanne (25 bis 30%). Die Bilanz lässt ebenfalls keine Wünsche offen. Die Gesellschaft ist schuldenfrei und verfügt über eine Cashposition von 676 Mio.\$.

Eine Dividende hat das kalifornische Unternehmen seit dem Initial Public Offering (IPO) 2001 nie ausbezahlt. Mit dem hohen freien Cashflow – Analysten von Credit Suisse schätzen ihn für 2016 auf 200 Mio.\$ – werden regelmässig eigene Aktien zurückgekauft.

Die Sache hat nur einen kleinen Haken: Die Aktien notieren auf Allzeithoch. Allein dieses Jahr haben sie 50% gewonnen. Die Bewertung ist mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis 33 für 2017 hoch, auch im Vergleich zum Schweizer Dentalunternehmen Straumann (25). Wird das Verhältnis Unternehmenswert (ohne Nettocash) zu Ebitda als Bewertungsmaßstab herangezogen, sind beide mit einer Ratio von 19 bis 20 eingestuft. Von dreizehn Finanzanalysten empfehlen elf Align Technology zum Kauf. Vom Kursziel von durchschnittlich 104\$ sind die Wachstumsaktien allerdings nicht mehr weit entfernt. **AS**

Performanceaktien unter der Lupe

SCHWEIZ Zwei Zürcher Forscher kritisieren die Entlohnung von Spitzenmanagern mit leistungsbezogenen Aktienprogrammen.

MARTIN GOLLMER

Entgegen dem derzeitigen Trend sei «der Einsatz von Performanceaktien nicht unbedingt empfehlenswert». Das schreiben Alexander Wagner und Christoph Wenk Bernasconi, Professor und Postdoktorand an der Universität Zürich, in einem eben veröffentlichten Diskussionspapier.

Stattdessen sollen Spitzenmanager von Unternehmen mit einfachen Aktien, die keinen Leistungsbezug aufweisen, aber mit Haltefristen versehen sind, entlohnt werden. Das Diskussionspapier ist im Hinblick auf die aktuelle Aktienrechtsrevision und die nächste Generalversammlungssaison geschrieben worden und richtet sich an Verwaltungsräte und Poli-

ker. Es entstand am Swiss Finance Institute, einem Kompetenzzentrum des Bundes, der Universitäten und der Finanzindustrie, das sich für den Wissenstransfer von der Forschung in die Praxis einsetzt.

Beliebtes Lohninstrument

Rund drei Viertel der kotierten Schweizer Unternehmen zahlen ihre Spitzenmanager mittlerweile mit Performanceaktien – also Wertpapieren, die Führungskräften als Bonus ausgehändigt werden, wenn sie mit ihrem Unternehmen bestimmte Leistungsziele erreichen. Sie seien aber den Aktienoptionen zu ähnlich und verleiten die Unternehmenslenker dazu, zu grosse Risiken zu nehmen, argumentieren nun Wagner und Wenk Bernasconi.

Genau das wollten Verwaltungsräte und Aktionäre indessen in der Regel vermeiden. Performanceaktien könnten also kontraproduktiv sein. Sie seien für Aktionäre zudem oft nur schwer zu verstehen, da der Zusammenhang zwischen Leistung und Entlohnung meistens anhand komplexer Formeln hergestellt werde.

Diese Probleme könnten vermieden werden, wenn die Spitzenmanager einfach nur Aktien mit Haltefrist als Lohnbestandteil erhalten würden, meinen Wagner und Wenk Bernasconi. Solche Aktien böten noch genug Leistungsanreize. Denn sie hätten zum Zeitpunkt, an dem sie verkauft werden können, nur dann einen höheren Kurs, wenn die Firmenchefs mit ihrem Unternehmen in der Zwischenzeit mehr Wert geschaffen hätten.

Kritisch äussern sich Wagner und Wenk Bernasconi auch zu uniformen Best-Practice-Empfehlungen und zum Abhaken von Checklisten in der Unternehmensführung. «Corporate Governance kann die Wertschöpfung nur fördern, wenn sie auf die spezifische Unternehmenssituation abgestimmt ist», schreiben die beiden Forscher. Sie warnen deshalb vor allzu weit gehender Verrechtlichung von Best-Practice-Empfehlungen.

Auch das dabei in die Mode gekommene «passe dich an oder erkläre dich» (Comply or Explain) finden Wagner und Wenk Bernasconi problematisch. Viele Unternehmen würden sich – um Reputationsrisiken zu vermeiden – eher Best-Practice-Empfehlungen anpassen als erklären, weshalb sie davon abweichen. Besser sei ein «Decide and Explain»: sich bewusst für eine unternehmensspezifische Corporate Governance entscheiden und sie dann erklären.

Frauenquote bringt nichts

In diesem Zusammenhang finden Wagner und Wenk Bernasconi auch die Einführung von Geschlechterquoten in Verwaltungsräten und Unternehmensführungen, wie sie der Bundesrat vor kurzem vorgeschlagen hat, falsch: «Ein Verwaltungsrat generiert Wert mit der Suche nach Mitgliedern mit den wertvollsten und kompetentesten Fähigkeiten und Erfahrungen und nicht mit der Einhaltung einer festen Regel.»

Die beiden Forscher untermauern ihre Meinung mit den Ergebnissen von empirischen Untersuchungen in Norwegen, wo seit 2003 für Verwaltungsräte eine Frauenquote von 40% gilt. Danach haben Unternehmen, die diese Quote erfüllen, an Börsenwert verloren. Und auch zehn Jahre nach Einführung der Quote sei kein spürbarer Effekt auf die Teilnahme von Frauen am Arbeitsmarkt, Lohnunterschieden zwischen Männern und Frauen oder Berufsentscheidungen von Frauen nachzuweisen gewesen. Eine nachweisbare positive Wirkung des Frauenanteils auf den Unternehmenswert gebe es jedoch, wenn Frauen freiwillig eingestellt würden.



Führungskräfte können auch mit einfachen Aktien an der Wertsteigerung ihres Unternehmens beteiligt werden.

BILD: ADAM GAULT/PIANPICTURE

Aktuell auf www.fuw.ch

FuW Glencore beteiligt sich an Rosneft

Der Schweizer Rohstoffkonzern beteiligt sich zusammen mit dem katarischen Staatsfonds QIA für 10,2 Mrd.€ zu 19,5% an Rosneft, dem grössten russischen Ölunternehmen. Teil der Transaktion ist, dass Glencore in den nächsten fünf Jahren 220 000 Fass Öl pro Tag von Rosneft über ihren Handelsarm verkaufen kann.

www.fuw.ch/101216-1

FuW Swisscom kauft Galenicas TriaMed

Swisscom baut das Geschäft im Schweizer Gesundheitswesen aus und erwirbt das medizinische Informationssystem TriaMed von Galenica. 15 Mitarbeiter werden übernommen. Analysten gehen von 4 bis 6 Mio. Fr. Kaufpreis aus. Mit dem Zukauf verdoppelt sich der Kundstamm von Swisscom Health, die rund 200 Beschäftigte zählt.

www.fuw.ch/101216-2

FuW Schweiz bekämpft Geldwäsche besser

Die Groupe d'action financière (Gafi) attestiert der Schweiz Fortschritte in der Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung. Das gesetzliche Dispositiv sei mittlerweile überdurchschnittlich gut. Schwachstellen bestünden noch in der Prävention und in der Sanktionierung mittelschwerer Vergehen.

www.fuw.ch/101216-3

FuW Twint soll erst im April kommen

Der Start der mobilen Bezahllösung Twint wird um drei Monate verschoben und ist nun für April geplant. Grund sei das hohe Interesse vor allem seitens der Banken, heisst es. Twint soll zum digitalen Portemonnaie werden, mit Anbindung an das Bankkonto und Zahlungsmöglichkeiten an der Kasse, an Automaten und im Internet.

www.fuw.ch/101216-4

Anzeige

Wirtschaft to go!

Egal wo, egal wann.

Ihr Digital-Abo der **HANDELSZEITUNG** unter
www.handelszeitung.ch/abo

Handelszeitung
Die Schweizer Wochenzeitung für Wirtschaft