



Anreizsysteme und gute Unternehmensführung

Anforderung aus Corporate Governance Sicht an die Vergütung des Vorstands und Aufsichtsrats

von Dr. Maximilian Koch und Gerhard Nenning

Executive Summary

Die Debatte um gute Unternehmensführung hat ein Thema auf die Agenda gebracht, das lange kein Interesse nach sich zog. Wie sieht ein sinnvolles Vergütungssystem für den Vorstand und Aufsichtsrat aus? Grundsätzlich besteht Einigkeit, dass sich die Entlohnung am Wohlergehen des Unternehmens orientieren muss. Der Deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt, dass sich die variable Vergütung „auch“ auf den langfristigen Unternehmenserfolg beziehen soll. Da der langfristige Unternehmenserfolg das höchste Ziel der Aktionäre ist, ist dieser Forderung sicherlich zuzustimmen. Strittig ist hingegen, wie ein solches Vergütungssystem konkret aussehen soll. Prominente Vorschläge reichen von einer Koppelung der Aktionärsvergütung an die ausgeschüttete Dividende, über die Integration von Aktienoptionen bis hin zur Anbindung an operative Renditegrößen. Doch alle bisher diskutierten Vorschläge taugen nicht, die nachhaltige „Steigerung des Unternehmenswertes“ als Unternehmensziel zu unterstützen. Notwendig ist vielmehr ein wertorientiertes Vergütungssystem: Es setzt die Forderung nach einem unternehmerischen Chancen-Risiko-Profil in die Unternehmensrealität um: Daneben wird ein zielgerichteter Anreiz zur Verbesserung der Unternehmenskontrolle geschaffen. Dies gilt gerade auch für Vorstände und Aufsichtsräte, deren Vergütung im Sinne einer guten Corporate Governance von der Wertsteigerung des Unternehmens abhängig sein sollte. Das hier vorgestellte System einer wertorientierten Vergütung setzt die Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodexes in konkrete Handlungsempfehlungen für die Unternehmenspraxis um.

1 Corporate Governance: Eine Herausforderung an das Vergütungssystem

„Haarsträubende Firmenskandale“, „Milliardenverluste auf Kosten der Anleger“ so wie „raffgierige Manager“ und „Bilanzfälscher“ erschüttern seit geraumer Zeit die Wirtschaft – nicht nur im Rahmen der Finanzpresse. Und es darf angenommen werden, dass die publik gewordenen Beispiele offensichtlichen Machtmissbrauchs lediglich die Spitze des Eisbergs sind: Ganz offensichtlich hat die Bereitschaft von Unternehmen zugenommen, sich in ihren Bemühungen um Wachstum und Performance nicht nur auf solide strategische und operative Performance zu verlassen. Vielmehr werden zunehmend auch die Gestaltungsmöglichkeiten in der Bilanz bewusst ausgeschöpft und die Grenze zum Bereich des Illegalen getestet.

Die vielen Skandale und das in diesen Unternehmen offensichtliche Versagen der Kontrollinstanzen haben in der jüngeren Vergangenheit zu neuen, immer umfassenderen Regelwerken zur Corporate Governance geführt. Der Corporate Governance Kodex der „Cromme Kommission“ ist dafür nur ein Beispiel. Die Erfahrungen haben jedoch auch gezeigt, dass neue Regelwerke allein nicht ausreichen und die eigentliche Herausforderung in der Förderung unternehmerischer Transparenz und adäquater Anreizstrukturen besteht.

Das leistungsabhängige, variable Vergütungssystem spielt im Zusammenhang mit der Corporate Governance eine wichtige Rolle, denn es steuert grundsätzlich das Verhalten der Führungskräfte. Daher kommt der Gestaltung der Vergütungssysteme des Vorstands wie auch des Aufsichtsrats bei der Wiedergewinnung des Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt eine besondere Bedeutung zu. Vergütungssysteme sind ein wesentliches Instrument, um von innen heraus die im Sinne einer guten Corporate Governance „richtigen“ Anreize für eine nachhaltige Unternehmensführung zu schaffen.

Im folgenden Beitrag wollen wir untersuchen, welche Schwachstellen bestehende Vergütungssysteme aufweisen und welche Alternativen sich dazu bieten. Wir beschränken uns dabei auf die Frage, wie ein sinnvolles erfolgsabhängiges Vergütungssystem für die Top-Führungskräfte und das Kontrollgremium eines Unternehmens aussehen könnte. Grundsätzlich besteht Einigkeit, dass sich die variable Vergütung am Wohlergehen des Unternehmens orientieren muss. Der Deutsche Corporate Governance Kodex rät, dass sich die variable Entlohnung „auch“ auf den langfristigen Unternehmenserfolg beziehen soll. Da der langfristige Unternehmenserfolg das höchste Ziel der Aktionäre ist, ist dieser Forderung sicherlich zuzustimmen. Strittig ist hingegen, wie ein solches Vergütungssystem konkret aussehen soll.

2 Die Beteiligung am Eigenkapital als vermeintliche Lösung

Eigenkapitalorientierte Vergütungsinstrumente haben in börsennotierten Unternehmen rund um die Welt eine starke Verbreitung gefunden. Sie gelten als die Idealform einer Beteiligung am langfristigen Unternehmenserfolg. Die zugrunde liegende Idee ist offensichtlich: Um die Interessen von Führungskräften und Eigentümern in Einklang zu bringen, werden erstere zu Miteigentümern gemacht. Eine Erhöhung bzw. Verminderung des Unternehmenswertes und damit des Vermögens der Eigner betrifft gleichermaßen die Anteile und damit das Vermögen der Vorstände.

Doch in der Realität bleiben die gewünschten positiven Effekte häufig aus und nicht selten provozieren die bestehenden Vergütungssysteme geradezu wertvernichtende Aktivitäten und fördern eine unerwünscht hohe Risikobereitschaft.¹

2.1 Aktienoptionen und ihre (Fehl-) Anreize

Aktienoptionen haben in den letzten zehn Jahren weltweit eine rasante Verbreitung in der Managementvergütung gefunden und waren insbesondere in der Boomphase der New Economy aus dem Vergütungspaket für Führungskräfte nicht mehr weg zu denken. Zunehmend werden nun jedoch Zweifel lauter, ob das Instrument mit einer guten Corporate Governance zu vereinbaren ist. Zu recht, wie wir im Folgenden darlegen werden.

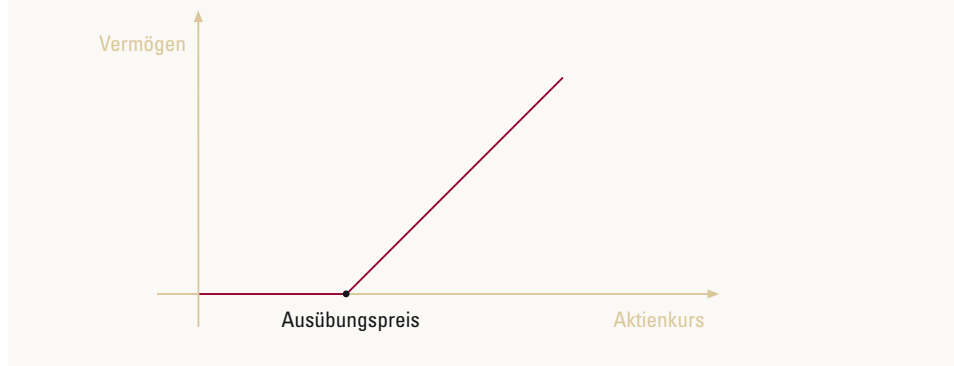
Aktienoptionen geben dem Begünstigten das Recht, nach einer festgelegten Sperrzeit eine bestimmte Anzahl von Aktien des Unternehmens zu einem gewissen Ausübungspreis zu erwerben. Der Reiz dieser Vergütungsform besteht in ihrer hohen Hebelwirkung, d.h. bei gegebenem Kapitaleinsatz besteht eine größere Sensitivität des Vergütungswertes auf den Aktienkurs.

Die Festlegung des Ausübungspreises relativ zum Aktienkurs ist der wesentliche, die Sensitivität beeinflussende Faktor. Und aus Sicht der Anreizwirkung wurden vor allem Optionen **out of the money** als sinnvoll erachtet, damit das Management ein besonderes Interesse daran habe, den Aktienkurs deutlich zu steigern. Aus Anreizgesichtspunkten ist diese Philosophie jedoch zweifelhaft.

Aktienoptionen, die im Zusammenhang mit Anreizsystemen vergeben werden, lassen sich typischerweise erst am Ende ihrer Laufzeit ausüben. Liegt der Aktienkurs bei Fälligkeit unterhalb des Ausübungskurses, verliert die Option ihren Wert. Sobald also absehbar ist, dass die Aktie den Ausübungskurs bis zur Fälligkeit der Option nicht mehr erreichen wird, geht für die Beteiligten der Anzeizeffekt verloren, da die Optionen wertlos verfallen werden.

¹ Die Separation von Eigentum (Aktionäre) und Kontrolle (Manager, Aufsichtsrat) und die daraus resultierenden Kontrollkosten sind seit langem als „Agency Problematik“ bekannt. Diese Kontrollkosten lassen sich durch gute Corporate Governance reduzieren. Vgl. zur „Agency Problematik“ Meckling/Jensen (1976) bzw. Jensen (1986).

Abb. 1: Wert einer Aktienoption in Abhängigkeit vom Aktienkurs



Zwischen der Sensitivität von Aktienoptionen und der Wahrscheinlichkeit eines Gewinns bei Ausübung besteht ein problematischer Zusammenhang. Während die Anreizwirkung zur Steigerung des Unternehmenswertes um so größer ist, je höher die Sensitivität ist, steigt andererseits mit dem Ausübungspreis auch die Wahrscheinlichkeit eines wertlosen Verfalls der Optionen (vgl. Abb. 1). Aus Sicht einer guten Corporate Governance ist diese asymmetrische Auszahlungsstruktur problematisch, da die Beteiligung an der Wertentwicklung des Unternehmens unterhalb des Ausübungspreises für den Halter der Optionen nicht gegeben ist.

Optionsprogramme werden vielfach in Tranchen verteilt, d.h. jedes Jahr wird ein Optionspaket als Vergütungsbestandteil abgegeben. In der Regel werden diese Tranchen jeweils at the money aufgelegt, d.h. mit einem Ausübungspreis ausgestattet, der dem jeweils aktuellen Aktienkurs entspricht. Das Management profitiert in diesem Fall von einer hohen Volatilität des Aktienkurses, selbst wenn der Aktienkurs langfristig gar nicht steigt, da immer wieder auch mal eine Tranche aufgelegt wird, wenn der Aktienkurs gerade sehr niedrig ist.

Andererseits belohnt die Existenz der Sprungstelle übermäßige Risikofreudigkeit. Führungskräfte, die über bestehende Optionspakete stark **out of the money** verfügen, profitieren von Projekten und Aktivitäten mit erhöhtem Risiko.² Führen die Projekte zum Erfolg, steigen die Optionen ggf. an Wert – wenn nicht, haben sie gegenüber der Ausgangssituation nichts verloren.

Im Bemühen, das Idealbild einer fairen und damit leistungsgerechten Vergütung umzusetzen, wird gern eine Indexierung, d.h. Kopplung des Ausübungspreises von Aktienoptionen an einen Markt- oder Branchenindex empfohlen. Die Idee ist, Manager und Mitarbeiter nicht für Gesamtmarkt induzierte Schwankungen ihres Aktienkurses zu belohnen sondern nur für die überdurchschnittlichen Leistungen. Damit steigt aber die Wahrscheinlichkeit, dass die Optionen wertlos verfallen werden enorm an, denn statistisch entwickelt sich die Hälfte der Unternehmen besser und die andere Hälfte schlechter als der Index. Die Tatsache, dass das Management über Tranchen verfügt, wovon im Durchschnitt jede zweite wertlos verfallen wird, schmälert die Anreizwirkung indexierter Optionen erheblich, steigert dafür aber das Frustrationspotenzial.

² In der Literatur werden solche Situationen auch im Fall stark verschuldeter Unternehmen thematisiert. Hier kann es sich unter Umständen für Aktionäre lohnen, wenn Projekte unternommen werden, die einen negativen Nettobarwert aufweisen, aber mit einer geringen Wahrscheinlichkeit einen hohen Payoff garantieren.

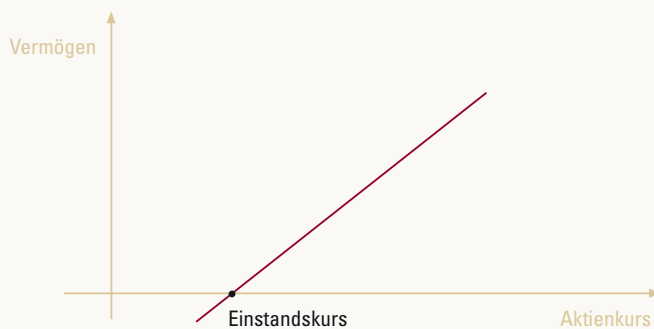
Eine Alternative ist es, den Ausübungspreis über die Laufzeit ansteigen zu lassen. Bei dieser Variante verfällt die Option nur dann nicht wertlos, wenn wirklich Wert geschaffen wird, die (Mindest-) Renditeanforderungen (abzüglich Dividendenrendite) der Aktionäre übertroffen werden.

Der Versuch, durch Indexierungen eine „faire“ Vergütung der Performance zu erreichen, ist verständlich aber dennoch fragwürdig. Selbst wenn es keinen Streit um die so genannte „Peergroup“ (diejenigen Wettbewerber, aus denen der Index gebildet wird) geben sollte, werden positive Marktentwicklungen ebenso ignoriert wie negative, obwohl sie den Aktionär voll treffen.

2.2 Geringe Hebelwirkung von Aktien

Die jüngste Entscheidung von Microsoft, das bisherige Optionsmodell durch ein Aktienbeteiligungsprogramm zu ersetzen, hat Wellen geschlagen und viele Nachahmer gefunden. Die Vergütung mit Aktien macht Führungskräfte zu tatsächlichen Mit-Eigentümern des Unternehmens. Anders als im Fall einer Vergütung mit Optionen besteht bei Aktienbesitz stets ein proportionaler Zusammenhang zwischen deren Preis und dem Vermögenszuwachs bzw. der -verringerung für die Manager (vgl. Abb. 2).

Abb. 2: Vermögen der Beteiligung in Abhängigkeit vom Aktienkurs



Trotz einer aus Corporate Governance Sicht idealen Angleichung an die Aktionärsinteressen besteht eine Diskrepanz zwischen dem Erfolg der Führungskräfte und ihrer Vergütung. Dies ist in der geringen Hebelwirkung von Aktien begründet. An einem einfachen Beispiel lässt sich dies deutlich illustrieren: Ein Begünstigter erhält eine Zusage über 1.000 Stück Aktien, die einen heutigen Kurs von €30 aufweisen. Alternativ bekommt er 5.000 Stück Aktienoptionen zu einem Basiskurs von €40. Bei einem Aktienkurs nach Ablauf der dreijährigen Sperrfrist von €40 beträgt der Wert des Aktienpakets genau €40.000 ($€40 \times 1.000$ Stück). Die Option konnte hat in diesem Fall keinen Wert, da der aktuelle Aktienkurs genau dem Basiskurs entspricht. Steigt die Aktie hingegen auf €50, berechnet sich für beide Pakete bereits der gleiche Wert von €50.000 (Optionswert €10 x

5.000 Stück bzw. Aktienkurs €50 x 1.000 Stück). Ein Aktiensprung auf €60 verschiebt das Gewicht eindeutig zu Gunsten der Aktienoptionen: Deren Wert beträgt nunmehr €100.000 (Optionswert €20 x 5.000 Stück) im Vergleich zu €60.000 für das Aktienpaket (Aktienwert €60 x 1.000 Stück).

In Summe verfügen Aktien, als variabler Gehaltsbestandteil im Vergleich zu Aktienoptionen über eine zu geringe Anreizwirkung. Aus Handlungen des Managements wird sich daher schwerlich ein signifikanter Einfluss auf den Vergütungswert ableiten lassen.

2.3 Aufsichtsratsvergütung und Dividende(npolitik)

Der Empfehlung des Deutschen Corporate Governance Kodexes, eine variable Vergütung auch im Kontrollgremium umzusetzen, kommen bislang über siebzig Prozent der DAX bzw. MDAX Unternehmen nach. Als Bemessungsgrundlage des variablen Anteils dominiert dabei eindeutig die Dividende. Beispielsweise ist ein bestimmter Tantiemenbetrag vorgesehen, wenn die ausgeschüttete Dividende einen definierten Betrag pro Aktie überschreitet.³

Grundprinzip einer guten Corporate Governance muss sein, dass der Begünstigte nicht selber den Entscheid über die Höhe seiner Vergütung trifft. Nicht so im Rahmen der gängigen Aufsichtsratsvergütung: Hier bestimmt der Aufsichtsrat mit über die Höhe der Dividende und somit auch über seine eigene Tantieme. Dabei tragen die Mitglieder des Aufsichtsrats kein unternehmerisches Risiko. Allein die Investoren sind betroffen, wenn ein Unternehmen Wert vernichtet.

Grundsätzlich ist die Dividende kein Ausdruck für den Erfolg der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens. Sie ist eher Teil einer historisch gewachsenen Investorenpolitik, die sich mit dem Ziel der Wertorientierung nur schwer vereinigen lässt. In wachsenden Branchen wird dem Unternehmen mit einer Dividendenausschüttung Kapital für produktive Zwecke oder Innovation entzogen und damit eine Wertsteigerung verhindert. Unternehmen, deren Wachstum bereits zurückliegt sollten mit freiem Kapital eher ihren Schuldenstand reduzieren, als eine Dividende auszuschütten und somit ihre finanzielle Abhängigkeit reduzieren.

3 Wertorientierte Vergütung zur Förderung einer guten Corporate Governance

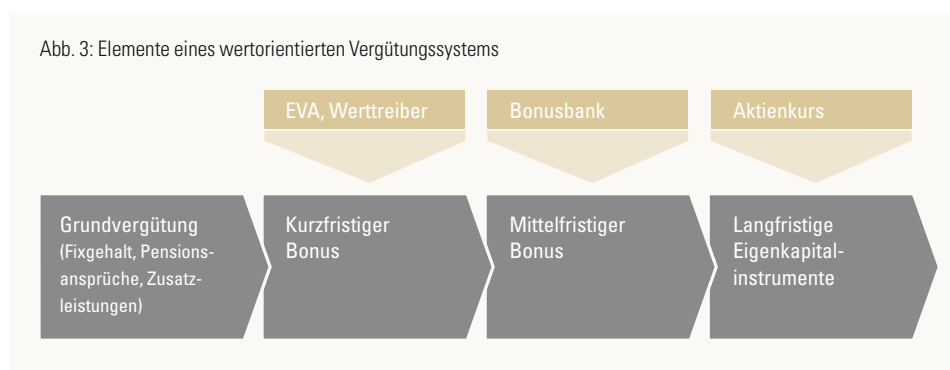
Der deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt für Vorstände und Aufsichtsräte ein Zusammenspiel von fixen und variablen Vergütungselementen. Die Vergütung soll „angemessen“ sein, auf den „geschäftlichen Erfolg“ fokussieren und dabei „auch“ den „langfristigen Unternehmenserfolg“ im Auge behalten. Für die Vergütung des Vorstands werden darüber hinaus Elemente mit „Risikocharakter“ gefordert.⁴

³ Vgl. Deutsches Aktieninstitut / Towers Perrin: Empfehlungen zur Aufsichtsratsvergütung (2003)

⁴ Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2003)

Die eher allgemein gehaltenen Empfehlungen bieten viel Raum für Interpretation. Dennoch besteht kein Zweifel, dass die Umsetzung sämtlicher Empfehlungen im Sinne des Kodexes der „Steigerung des nachhaltigen Unternehmenswertes“⁵ dienen muss.

Ein wertorientiertes Vergütungssystem fördert gute Corporate Governance. Sie ist der Nachhaltigkeit verpflichtet und stellt auch ein gewissen Anteil der Vergütung in das unternehmerische Risiko. Abbildung 3 zeigt die Elemente eines wertorientierten Vergütungssystems mit ihrer Fristigkeit.



Das System setzt sich aus Fix-Gehalt,⁶ Pensions- und Zusatzleistungen, kurz- und mittelfristigen Vergütungselementen sowie langfristigen Eigenkapitalinstrumenten zusammen. Für den Wert der Vergütung und deren Anreizwirkung ist jeweils das Gesamtvergütungspaket im Zusammenhang zu betrachten. Einzelne Elemente können je nach individueller Gewichtung und Zusammensetzung mit anderen Elementen zu wesentlich anderen Verhaltenssteuerungen führen.

3.1 Anreize schaffen zur Förderung der operativen Wertsteigerung

Im Folgenden werden die variablen Elemente eines wertorientierten Vergütungssystems erläutert. Dabei illustrieren wir zunächst die Probleme der gängigen kurzfristigen Bonussysteme und stellen eine wertorientierte Alternative dar.

Gängige Vergütungssysteme bieten nur unzureichend Anreize

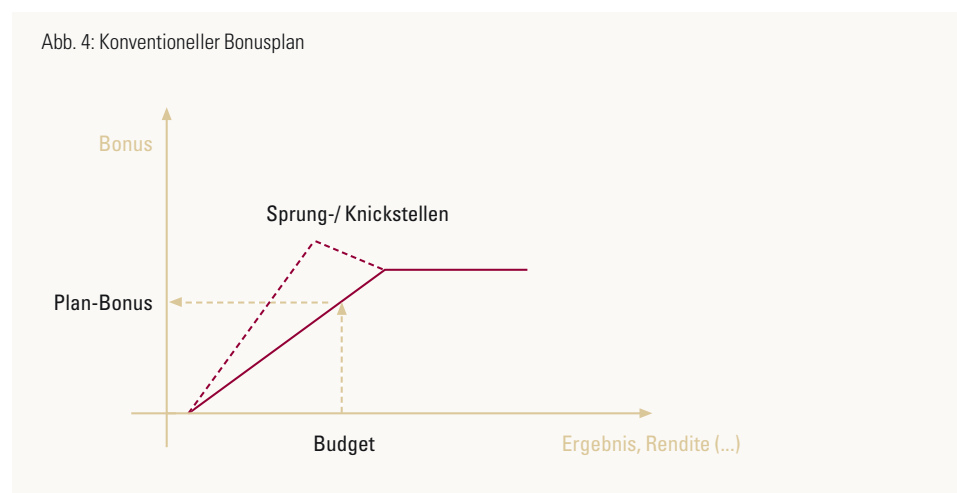
Ein Grundproblem der meisten kurzfristigen Anreizsysteme besteht darin, dass sie die operative Wertschaffung nicht adäquat widerspiegeln. So mag es zwar intuitiv überzeugen, dass ein Verkäufer mehr Umsatz generieren soll. Das Streben nach mehr Umsatz ist aber nur dann auch wertschaffend, wenn jeder zusätzliche Euro die damit verbundenen Kosten inklusive der Kapitalkosten deckt. Viele weitere für die Vergütung verwendete Kennzahlen stellen die Wertschaffung nur unvollständig dar. So berücksichtigt z.B. der EBIT oder der EBITDA überhaupt nicht die Kapitalkosten, die zur Erwirtschaftung dieses Ergebnisses erforderlich sind. Ohne Information über das investierte Vermögen und dessen Kosten ist daher eine Aussage über die Wertschaffung gar nicht möglich.

⁵ Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2003)

⁶ Bzw. Aufwandsentschädigung bei Aufsichtsräten.

Renditekennzahlen (ROI, ROCE, ROE etc.) berücksichtigen das investierte Vermögen und sind in fast jedem Vergütungssystem anzutreffen. Und jüngst wurde vorgeschlagen, zur Förderung einer guten Corporate Governance auch einen Teil der Aufsichtsratsvergütung an die Rendite zu koppeln.⁷ Schließlich liege eine Rentabilitätssteigerung im Sinne des Unternehmens und der Investoren. Doch so einleuchtend die Annahme auch scheint, so falsch ist sie. Eine Renditesteuering kann zu massiven Fehlentscheidungen führen und sollte in einem Vergütungssystem als Zielgröße keine Verwendung finden. Die Steigerung der Rendite kann als Ziel nur für das bereits investierte Vermögen gelten. Zusätzliche Investitionen müssen immer ihre risikospezifischen Kapitalkosten decken, und zwar unabhängig davon, ob die momentane Rendite des Geschäftsbereichs darüber oder darunter liegt.

Neben dem Problem fragwürdiger Bemessungsgrundlagen führt die Praxis der Koppelung des Zielbonus an die Plan-/Budgeterfüllung zu gravierenden Fehlsteuerungen. Der Plan-Bonus wird in der Regel dann ausbezahlt, wenn die geplante Performance (typischerweise budgetierter Umsatz oder budgetierte Renditekennziffern etc.) erreicht wird. Die Planung wird daher von einem politischen Verhandlungsprozess überschattet, der die Verteilung der Ressourcen zur Erreichung strategischer Unternehmensziele massiv beeinträchtigt. Hinzu kommt ein kontraproduktiver Sanktionsmechanismus: Sobald eine operative Einheit ihre Zielvorgaben deutlich übertrifft, werden die Ziele für das kommende Jahr erhöht; wird sie schlechter, werden sie nach unten korrigiert. Es besteht demnach kein Anreiz, sich in der operativen Planung ehrgeizige Ziele zu setzen, weil die eigene Vergütung im folgenden Jahr bei Nichterreichen der Ziele darunter leiden würde. Ein solcher Planungsprozess begünstigt nicht die Wertorientierung, sondern wirkt wie eine Bremse für außerordentliche Leistungen.



Nicht zuletzt ist auch die Begrenzung des Bonus nach unten und oben zu kritisieren (vgl. Abb. 4). Sie bewirkt, dass unterhalb einer Mindestperformance (z.B. 80% der Zielerreichung) keine Ausschüttung erfolgt und der Bonus oberhalb einer maximalen Performance (z.B. 120% der Zielerreichung) an seine Obergrenze stößt. Ein System mit Mindestperformance und Deckelung der Auszahlung schafft jeweils an den Sprung- bzw. Knickstellen falsche Anreize. Sobald das Maximum erreicht ist,

⁷ Vgl. Deutsches Aktieninstitut / Towers Perrin (2003): Die Autoren schlagen eine Rendite auf das eingesetzte Kapital vor (ROCE – Return on Capital Employed) bzw. eine Kombination aus Renditegröße und Ergebnisgrößen, wie EBIT oder EBITDA.

können Erträge ruhig ins nächste Jahr verschoben werden, da sie den diesjährigen Bonus sowieso nicht mehr erhöhen können. Das gleiche gilt umgekehrt: Ist in einem schlechten Jahr absehbar, dass der Bonus nicht mehr erreicht werden kann, besteht ein großer Anreiz, Aufwendungen vorzuziehen, da dann das Ziel im nächsten Jahr umso leichter wird.

Umsetzung eines wertorientierten Bonussystems

Ein wertorientiertes Bonussystem fußt auf einer operativen Spitzenkennzahl, die sämtliche Kosten berücksichtigt, also insbesondere auch die Kapitalkosten. Der Economic Value Added (EVA®)⁸ erfüllt diese Bedingung und errechnet sich aus der Differenz zwischen dem Geschäftsergebnis vor Zinsaufwendungen und den Kapitalkosten des investierten Gesamtvermögens – einschließlich der Kosten für das eingesetzte Eigenkapital.



Die Kapitalkosten ermitteln sich aus dem gebundenen Geschäftsvermögen, das mit dem gewogenen Durchschnitt des Kostensatzes für Fremd- und Eigenkapital multipliziert wird. Dieser reflektiert die Zinsansprüche der Gläubiger und die Mindestrenditeforderungen der Aktionäre, die von einer alternativen Anlage mit vergleichbarem Risiko erwartet werden können.

Eine gute Corporate Governance erfordert, dass sich die Unternehmensführung und das Kontrollorgan stets der tatsächlichen ökonomischen Situation bewusst sind. Bei der Definition des Geschäftsergebnisses werden deshalb mögliche Verzerrungen der ökonomischen Wertentwicklung berücksichtigt und ggf. Anpassungen an den Zahlen des Rechnungswesens vorgenommen. Mögliche Verzerrungen entstehen u.a. bei Aufwendungen mit stark investivem Charakter, die in der Buchhaltung als Sofortaufwand gebucht werden (Forschung und Entwicklung, Marketing, etc.) oder außerbilanziellen Verpflichtungen, die in der Bilanz nicht aufgeführt werden (z.B. Verpflichtungen aus operativen Miet- und Leasinggeschäften). Die Anpassungen sorgen dafür, dass ökonomisch sinnvolle Entscheidungen in der Performancegröße auch entsprechend korrekt reflektiert werden.

Im Gegensatz zur gängigen Vergütungspraxis ist in einem wertorientierten Vergütungssystem die geforderte Performance zur Erreichung des Zielbonus von der jährlichen Budgetierung entkoppelt. Der Fokus liegt auf einer Ist-Verbesserung, der periodischen Veränderung des EVA. Unternehmen,

die ihre Vergütung von der jährlichen Budgetierung entkoppeln, können somit ihren Budgetprozess wesentlich straffen und vor allem inhaltlich effizienter gestalten, da nicht mehr versucht wird, sich mit Hilfe aller möglicher „Mauertechniken“ möglichst einfache Ziele auszuverhandeln. Statt dessen suchen alle Beteiligten im konstruktiven Dialog nach den besten Möglichkeiten zur Wertsteigerung.

Mit der Beseitigung von Bonusober- und -untergrenzen schließlich wird eine wesentliche Forderung aus Corporate Governance Sicht umgesetzt, die unternehmerische Beteiligung an den Chancen und Risiken des Geschäfts. Da das System alle Knick- und Sprungstellen vermeidet, ähnelt die Anreizwirkung der einer Beteiligung an Aktien. In jedem Performancebereich schafft das System einen Leistungsanreiz, selbst wenn die Ziele nicht mehr erreichbar oder bereits übererfüllt sind – die Fehlanreize traditioneller Systeme entfallen (vgl. Abb. 6).

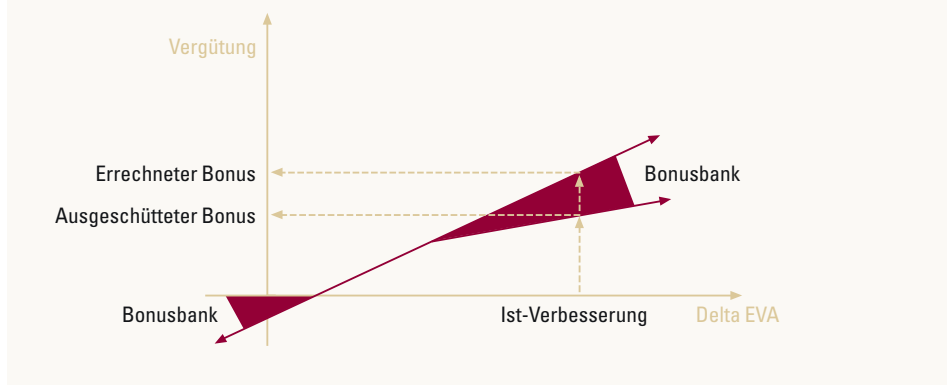
Noch unternehmerischer wird das Vergütungssystem, wenn insbesondere bei sehr guter Performance nicht der ganze Bonus sofort ausbezahlt wird, sondern ein Teil im Risiko stehen bleibt und nur dann voll-ständig zur Ausschüttung gelangt, wenn sich die Wertsteigerung auch als nachhaltig erweist. Die Möglichkeiten, dies in der Praxis umzusetzen, werden im nächsten Kapitel behandelt.

3.2 Die Kultur der nachhaltigen Verbesserung

Das bis hierher vorgestellte Anreizsystem zielt auf die Motivation zu wertsteigerndem Entscheidungsverhalten kurzfristig pro Periode ab. Um sicherzustellen, dass eine geleistete Performance auch nachhaltig ist, bevor sie über den Bonus ausgeschüttet wird, kann das Design des Bonusplans zusätzlich um ein „Performance-Gedächtnis“ erweitert werden. Dies erfolgt durch die Integration einer Bonusbank, die das variable Vergütungssystem damit noch stärker an die nachhaltige Wertentwicklung koppelt.

Mit einer Bonusbank wird der errechnete Bonus eines Jahres nicht sofort ausbezahlt. Ein Teil des Bonus wird zunächst der persönlichen Bonusbank gutgeschrieben. Vom Guthaben der Bonusbank wird jedes Jahr ein festgesetzter Prozentsatz ausbezahlt, der Restbetrag wird vorgetragen. Dadurch bekommt das Vergütungssystem eine mittelfristige Komponente, die sogar die Zuweisung negativer Boni in einzelnen Jahren möglich macht.

Abb. 6: Wertorientiertes kurz- und mittelfristiges Bonusdesign mit Bonusbank



Mit der Integration einer Bonusbank bleibt jeweils ein signifikanter Anteil der Bonifikation im Risiko stehen, was eine Form der aktiven Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter am Unternehmen darstellt. In beiden Fällen werden nur langfristige und nachhaltige Wertsteigerungen entlohnt.

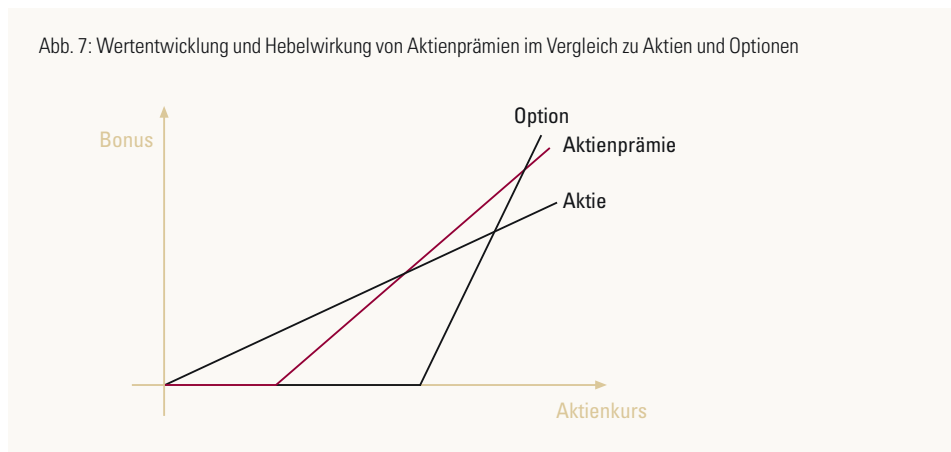
Schließlich lässt sich mit der Einschaltung einer Bonusbank die Hebelwirkung des Systems erhöhen: Mitarbeitern kann nun ein signifikanter Anteil der Wertsteigerung als Bonifikation zugeteilt werden (und damit eine stärker unternehmerische Anreizwirkung bewirkt werden), ohne dass es gleichzeitig zu einer „Explosion“ der Bonusauszahlung kommt.

3.3 Aktienprämien als probates langfristiges Vergütungselement

Mit der dritten Säule der wertorientierten Vergütung schließlich soll die Forderung nach einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung aufgegriffen werden.

Die in Kapitel 2 diskutierte „Alles-oder-Nichts“-Mentalität von Aktienoptionen ist mit einem nachhaltigen Management nicht zu vereinen. Auch reine Aktienpläne sind keine Alternative, weil die Anreize zu schwach sind. Aktienprämien können Abhilfe schaffen: Denn dieses Vergütungsinstrument hat ein unternehmerisches Chance-Risikoprofil und lässt sich dazu einfach umsetzen: Jeder Teilnehmer erhält eine Zusage für eine variable Aktienprämie in beispielsweise drei Jahren. Wenn der Aktienkurs steigt erhöht sich die Prämie überproportional und verringert sich entsprechend, wenn der Kurs sinkt.

Abb. 7: Wertentwicklung und Hebelwirkung von Aktienprämien im Vergleich zu Aktien und Optionen



Der Vorteil liegt auf der Hand: Aktienprämien kombinieren die Vorteile von reinen Aktien mit Sperrfrist und Aktienoptionsprogrammen. Sie verfügen über einen weitaus größere Hebel als Aktien und reduzieren die Gefahr des Fehlanreizes einer absehbar wertlos verfallenden Option. Daneben führen sie mit größerer Wahrscheinlichkeit zur Auszahlung – und damit auch zu einer höheren Motivation. Übrigens kann das Konzept mit einem geringen administrativen Aufwand umgesetzt werden und lässt sich ebenso einfach kommunizieren wie die Beteiligung an Aktien. Das verbessert seine Akzeptanz im Vergleich zu klassischen Aktienoptionsprogrammen.

4 Zusammenfassung

Die Ausgestaltung des Vergütungssystems für den Vorstand und Aufsichtsrat eines Unternehmens hat einen wesentlichen Einfluss auf den Erfolg einer guten Corporate Governance. Auch wenn die praktische Umsetzung stark von unternehmensindividuellen Rahmenbedingungen geprägt sein wird, muss das Vergütungssystem bestimmten Leitlinien Rechnung tragen, will es den Empfehlungen des Corporate Governance Kodexes Genüge leisten:

Konsistenz mit der Prämisse der Wertorientierung

Eine Zusammenführung der Interessen von Entscheidungsträgern, Kontrollgremium und Eigentümern ist unbedingt zu gewährleisten. Die im Rahmen der Gesamtvergütung erhaltenen erfolgsabhängigen Leistungen müssen deshalb auf das Ziel einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes gerichtet sein. Der Erfolg von Vorstand und Aufsichtsrat sollte somit zum einen an der langfristigen Entwicklung des Aktionärsvermögens zum anderen zeitnah an der periodisch realisierten operativen Performance als Quelle der Wertschaffung bemessen werden.

Reduktion der Bemessungsgrundlagen auf das Wesentliche

Dem häufig anzutreffenden Bedürfnis, bestimmte Managementprozesse⁹ durch verschiedene Kennzahlen hervorzuheben und diese zur Zielfunktion des Vergütungssystems zu machen muss klar eine Absage erteilt werden. Denn es führt letztlich dazu, dass das wichtigste Ziel – die Wertsteigerung – schnell verloren geht. Auch wird die tatsächliche Variabilität im Bonus massiv reduziert, weil zumindest ein Teil der Ziele fast immer erreicht wird. Nur, wenn alle Performancekennzahlen Teil eines transparenten und in sich widerspruchsfreien Systems sind, bleibt das Wertsteigerungsziel auch wirklich erhalten. Ein Performancemaßstab ist dann als Bemessungsgrundlage geeignet, wenn er Aufschluss über den Beitrag zur Wertschaffung des Unternehmens liefert. Neben dem Aktienkurs als langfristige Bemessungsgrundlage kommt deshalb nur ein operativer – und absoluter – Wertmaßstab, wie z.B. der EVA (Economic Value Added) in Frage.

Förderung der Nachhaltigkeit der Performance

Um kurzfristige Optimierungen zu vermeiden, die sich langfristig negativ auswirken sind die Vergütungsinstrumente so zu gestalten, dass über alle Performancebereiche Zielkonflikte und Fehlreize zu Suboptimierungen ausgeschlossen sind. Sprungstellen, Knickstellen und Bonusdeckelungen geben Anreiz zu wertmindernden Handlungen und sind aus Sicht einer guten Corporate Governance unbedingt zu vermeiden. Die Empfehlung des Deutschen Corporate Kodexes, Elemente mit Risikocharakter zu integrieren lässt sich über eine Bonusbank lösen, über die signifikante Bonusbeträge erst dann zur Auszahlung gelangen, wenn sie die zugrunde gelegte Performance den Beweis der Nachhaltigkeit erbracht hat.

Transparenter Zusammenhang zwischen Entscheidungsbefugnis, Performancemessung und Vergütung

Schließlich muss der Zusammenhang zwischen Handlungen als Ausübung von Entscheidungsrechten, der erzielten Performance sowie der Höhe der Gesamtvergütung auch nachvollziehbar sein. Idealerweise wird dies über eine eindeutige Berechnungsformel erreicht, die zu jedem Zeitpunkt eine verlässliche Auskunft über die Höhe der Vergütung gibt. Ein solcher Zusammenhang hilft, so genannte „Nasenfaktoren“ als Ausdruck arbiträrer Bemessung zu reduzieren und die Vergütung zu objektivieren.

Fazit: Mit variablen Vergütungssystemen können zielgerichtete Anreize zur Verbesserung einer guten Corporate Governance geschaffen werden. Dies gilt auch für die Aufsichtsräte, deren Vergütung im Sinne einer funktionierenden Corporate Governance zunehmend von der Wertsteigerung des Unternehmens abhängig sein sollte. In der Praxis werden diese Anreize jedoch oft falsch gesetzt und motivieren so auf Managementebene wertvernichtende Handlungen. Das hier vorgestellte System einer wertorientierten Gesamtvergütung setzt die Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodexes in konkrete Handlungsempfehlungen für die Unternehmenspraxis um.

⁹ So z.B. im Planungsprozess, der Investitions- und Akquisitionsanalyse, über die Beurteilung des täglichen operativen Geschäfts bis hin zur periodischen Performancemessung und Leistungsbeurteilung.

Stern Stewart & Co.

Stern Stewart & Co. unterstützt Unternehmen darin, kontinuierlich Wert zu schaffen. Vor rund 25 Jahren in New York gegründet, ist Stern Stewart & Co. heute die führende internationale Unternehmensberatung für Wertmanagement. Unser Ziel ist es, die Unternehmensführung bei der Umsetzung ihrer Wertsteigerungsgagenda in drei Schlüsselbereichen zu unterstützen: Unternehmenssteuerung, Kundenwertmanagement sowie Organisationsentwicklung.

Wir messen unseren Beratungserfolg in einer Verbesserung des fundamentalen Unternehmenswertes. Dieser wird in der von uns entwickelten Wertkennzahl EVA® ausgedrückt, die sich zum internationalen Standard entwickelt hat. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter www.sternstewart.de.

Über die Autoren:

Dr. Maximilian Koch und Gerhard Nenning sind Partner bei der auf Wertmanagement spezialisierten Unternehmensberatung Stern Stewart & Co. in München.



Dr. Maximilian Koch, Partner
mkoch@sternstewart.de



Gerhard Nenning, Partner
gnenning@sternstewart.de

Stern Stewart & Co. makes every effort to ensure the accuracy and actuality of the provided information. In spite of careful managements, we cannot guarantee the accuracy and factual actuality of this study.

EVA® is a registered trademark of Stern Stewart & Co., N.Y

Stern Stewart & Co.

Salvatorplatz 4

D-80333 München

T +49.89.242071.0

F +49.89.242071.11

E info@sternstewart.de

I www.sternstewart.de

Schottenring 16

A-1010 Wien

T +43.1.53712.4111

F +43.1.53712.4000

E info@sternstewart.at

I www.sternstewart.at

Seefeldstrasse 69

CH-8008 Zürich

T +41.43.488.36.39

F +41.43.488.35.00

E info@sternstewart.ch

I www.sternstewart.ch



Stern Stewart & Co.

Bangkok // Beijing // Johannesburg // London // Melbourne // Milano // München // Mumbai // New York // Sao Paolo // Shanghai // Singapore // Tokyo // Wien // Zürich