

# Was Vergütungsprogramme wirklich wert sind

*Ohne Simulationsrechnungen kein gültiges Gesamtbild*

Von Stephan Hostettler\*

*Jahrelang sind Topmanager mit Aktienoptionen entlohnt und so ans Unternehmen gebunden worden. Doch dieses Vergütungsmodell gilt als intransparent, fragil und wenig motivierend. Statistik kann hier Abhilfe schaffen: Beim Design von Vergütungspaketen sind Simulationsrechnungen unverzichtbar. Nur so können die Auszahlungsprofile und Risiken bei Managerlöhnen auch von Investoren wirklich verstanden werden. (Red.)*

Die Bewertungsproblematik bei Vergütungspaketen ist nicht neu: Im Jahr 2000 erhielt Apple-CEO Steve Jobs 20 Mio. Aktienoptionen des Unternehmens. Das Wirtschaftsmagazin «Fortune» mutmasste, seine Optionen seien 872 Mio. \$ wert. Der Apple-Chef erhob in einem Leserbrief Einspruch: Die Optionen seien laut Jobs im Grunde genommen gar nichts wert, lag ihr Ausübungspreis doch bei \$ 43.59 und der Aktienkurs bei 24 \$. Auch eines der jüngsten Beispiele in der Schweiz, der Performance Incentive Plan der Credit Suisse Group, zeigt, dass es vielfältige Unsicherheiten bei der Schätzung des «wirklichen» Wertes von Vergütungsprogrammen mit grossen Hebeleffekten gibt. Vielmals können selbst die eigentlichen Nutznießer in den seltensten Fällen genau sagen, was ihr Paket wann wie viel wert ist.

## Anleger achten auf langfristige Anreize

Die verschiedenen Instrumente der Managementvergütung besitzen unterschiedliche Hebeleffekte, Auszahlungsprofile und Risiken. So möchten die Mitglieder der Geschäftsleitung gerne wissen, wie ihr individuelles Entlohnungsprofil aussieht. Der Verwaltungsrat will herausfinden, ob die Entlohnung sowohl gegen innen als auch gegen aussen vertretbar ist. Den Aktionären schliesslich liegt am Herzen, dass die Vergütung wertorientiert ausgestaltet ist und das Unternehmen langfristig auf einen sicheren Kurs gebracht wird.

Der Verwaltungsrat ist auf der sicheren Seite, wenn er vor der Einführung eines Vergütungsprogramms verschiedene Alternativen mit Simulationsrechnungen vergleicht. Nach den Regeln der Statistik werden dabei Tausende von möglichen Varianten und deren Eintrittswahrscheinlichkeit gerechnet, basierend auf normalverteilten Aktien-

renditen und log-normalverteilten Aktienkursen. Damit werden je nach Zinsumfeld, erwartetem Total Shareholder Return (TSR), Volatilität, Dividenden- und Aktienrückkaufs-Erwartung die Aktienkurse auf einen Zeitraum von bis zu 10 Jahren simuliert und davon abhängig die Entlohnungspakete berechnet. Das Ergebnis ist ein sogenanntes Auszahlungsprofil, das in Abhängigkeit der Eintrittswahrscheinlichkeit und des damit verbundenen Aktienkurses eine durch das Management tatsächlich realisierte Vergütung grafisch darstellt (vgl. Grafik).

## Drei unterschiedliche Modelle

Das Beispielprofil stellt die Wertentwicklung von drei unterschiedlichen Vergütungsinstrumenten dar. Ausgangslage ist, dass der Manager einen Teil seiner Gesamtvergütung in Form von Aktien oder Optionen erhält. Angenommen wird dabei die Zuteilung von 200 000 Fr. pro Jahr, über fünf Jahre also 1 Mio. Fr. Dieses Cash Equivalent zu den Aktien und Optionen wird durch die gestrichelte Linie in der Grafik dargestellt. Je nachdem, in welcher Form dieser Betrag ausgezahlt wird, ändert sich der erwartete Auszahlungswert aus Sicht des Managers.

Typische Aktienoptionen (Optionen, jährliche Zuteilung, nicht handelbar) besitzen im Beispiel eine fünfjährige Laufzeit und eine dreijährige Übertragungsperiode (Vesting), an deren Ende sie in den Besitz des Managers übergehen. Der Manager erhält jährlich 200 000 Fr. in Form von Optionen unabhängig vom jeweiligen Aktienkurs. Diese Optionen sind nicht handelbar, d. h., der Zeitwert der Optionen ist zwar bei der Zuteilung relevant, bei der Ausübung jedoch nicht realisierbar.

Dieselben Optionen werden noch einmal abgebildet, jedoch in der handelbaren Variante (Optionen, jährliche Zuteilung, handelbar). Hierbei kann der Besitzer auch den Zeitwert realisieren. Dies erhöht nicht nur den Erwartungswert für den Manager, sondern auch die Stärke des Anreizes in Zeiten rückgängiger Aktienkurse.

Die sowohl aus Investorensicht als auch aus Sicht des Managers attraktivste Lösung bieten im vorliegenden Fall die Up-Front Restricted Shares. Hierbei wird der gesamte Zuteilungsbetrag zu Beginn («up-front») der fünf Jahre in Form von 12 500 Restricted Shares (1 Mio. Fr. dividiert durch den Aktienkurs, in diesem Fall 80 Fr.) ausgegeben. Der Name «restricted» deutet darauf hin, dass diese Aktien einerseits zu je einem Fünftel pro Jahr ins Eigentum des Managers übergehen (Vesting), andererseits, dass die Aktien bis zum Ende der fünfjäh-

\* Dr. Stephan Hostettler, Hostettler & Partner AG, Zürich, ist spezialisiert auf wertorientierte Unternehmensführung und Lehrbeauftragter für Corporate Governance an der Universität St. Gallen (HSG).

rigen Übertragungsperiode blockiert sind, also nicht verkauft werden können.

### Restricted Shares mit vielen Vorzügen

Die Simulationsrechnung zeigt die Erwartungswerte der Instrumente per Ende 2010 im Vergleich zum Cash Equivalent. Dabei sind alle Aktien und Optionen, also auch diejenigen, die noch nicht ins Eigentum übertragen wurden, berücksichtigt. Gehandelte Optionen erreichen nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 25% das Cash Equivalent; nicht gehandelte Optionen mit einer Wahrscheinlichkeit von ca. 15% bis 20%. Je risikobehafteter ein Instrument ist (z. B. indexierte Optionen) oder bei grösserer Volatilität des Aktienkurses, desto extremer entwickelt sich das Auszahlungsprofil: Gegen rechts verlaufen die Balken steiler, und gegen links fallen sie schneller ab als in der abgebildeten Grafik.

Die Analyse zeigt auch, dass ein Ersatz der jährlichen Optionszuteilungen in Form eines «up-front»-Pakets von Restricted Shares die Risiken und Auszahlungsprofile signifikant beeinflusst. Erstens ist ein Vorteil der Restricted Shares, dass sie vom Manager meistens besser verstanden werden als Optionen. Zweitens können solche Pakete gegenüber den Aktionären einfacher kommuniziert werden. Drittens enthalten sie einen signifikanten Hebel für das Management, wenn es der Firma sehr gut geht. Viertens stellen sie, falls sich der Aktienkurs rückläufig entwickelt, gegenüber Optionen eine geringere Risikoposition dar und verleiten das Management weniger zu einer zu ri-

sikofreudigen Investitions- und Kommunikationsstrategie.

Ein sehr ähnliches Beispiel für Up-Front Restricted Shares ist das derzeitige Vergütungspaket des VR-Delegierten und CEO der Forbo-0Gruppe: This E. Schneider hat sich anstelle von Gehaltszahlungen Boni und Optionen bis 2010 in Form von gesperrten Aktien auszahlen lassen.

Als Fazit lässt sich ableiten, dass Simulationsrechnungen für das Design und die Kalibrierung von Vergütungspaketen von grösster Wichtigkeit sind. Es ist für Investoren, Management und andere Stakeholder kaum möglich, die Dynamik in der Kombinationen von Optionen, Aktien und anderen Einflussgrössen richtig zu verstehen, ohne sie entsprechend zu rechnen und zu visualisieren. Simulationen schaffen Transparenz, die eine wertorientierte Diskussion über Managementvergütung erst möglich macht.

### Statistische Wahrscheinlichkeit für den Aktienkurs (Ende 2010)

(Startwert: 80 Fr. Ende 2005)

