

Salärmodelle für Manager müssen langfristig ausgerichtet sein

Unter den unterschiedlichen Vergütungsmodellen für Manager sticht eines besonders heraus: Die Kombination von Fixsalär, Cash-Bonus und Performance Shares oder Performance Units.

—VON STEPHAN HOSTETTLER

In Kürze Die meisten Manager wollen eine Wertschätzung ihres Beitrages zum Erfolg des Unternehmens. Neben nicht-monetären Anreizen sind es einfache, transparente und langfristig ausgestaltete Vergütungspakete, die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter zu ausserordentlichen Leistungen motivieren. Dabei müssen Firmen die Kosten im Griff behalten und sicherstellen, dass die Anreize der Manager mit denen der Aktionäre übereinstimmen. Der Artikel zeigt auf, welche Methoden in der Praxis zum Einsatz kommen, um diese Ziele zu erreichen.



DR. STEPHAN HOSTETTLER ist Geschäftsführer der Hostettler & Partner AG in Zürich, einer auf Performance Management und Incentive Compensation spezialisierten Beratungsfirma. Er ist Lehrbeauftragter für Corporate Governance an der Universität St. Gallen (HSG).
stephan.hostettler@hostettler.org

Das Sprichwort «Wie die Arbeit, so der Lohn» bringt die Debatte über die Vergütung von Topmanagern auf den Punkt: Sie sollte sich vor allem um die Verbindung zwischen unternehmerischer Leistung und dafür verdienter Entschädigung drehen – und weniger um einzelne Ausreisser wie zweistellige Millionensaläre oder um die Frage, wie hoch ein Managersalär maximal sein darf.

Das ist einfacher gesagt als getan. Zum einen ist das Messen der unternehmerischen Wertschaffung und deren Verknüpfung mit den Managersalären kein leichtes Spiel. Zum anderen ist der Wert eines Vergütungspakets nicht so einfach zu bestimmen. Selbst die eigentlichen Nutzniesser, die Manager, können in den seltensten Fällen genau sagen, was ihr Salärpaket zu einem aktuellen Zeitpunkt genau wert ist. Der Grund ist, dass die verschiedenen Instrumente der Managementvergütung unterschiedliche Hebeleffekte, Auszahlungsprofile und Risiken besitzen.

Zudem haben die unterschiedlichen Interessen und Sichtweisen der involvierten Personen einen wesentlichen Einfluss darauf, wie ein Vergütungspaket geschnürt wird. Mitglieder der Geschäftsleitung möchten ihr eigenes Risiko-Rendite-Profil optimieren und 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 gewinnbringenden Kurs gebracht wird.

Der Verwaltungsrat ist auf der sicheren Seite, wenn er vor der Einführung eines Vergütungsprogramms verschiedene Alternativen mit statistischen Simulationsrechnungen vergleicht (siehe Abbildung 1 auf Seite 24). Statistische Simulationsrechnungen unterscheiden sich von den traditionellen «Best-Worst-Expected»-Case-Szenarien. Diese zeigen meist einen «Hang zur Mitte», so dass Extremfälle von vornherein ausgeschlossen werden und die wirklichen Risiko- und Auszahlungsprofile verborgen bleiben.

Cash ist King

Medienkonsumenten gewinnen den Anschein, Managersaläre von Schweizer Unternehmen bestünden im Wesentlichen aus grossen Bonus-, Options- und Aktienpaketen. Dieser Eindruck täuscht. In aller Regel besteht meist mehr als 50 Prozent der Vergütung aus einem in bar ausbezahlten Fixlohn. Hinzu kommt, dass auch der variable Saläranteil meist aus einem Cash-Bonus-Plan besteht, der sowohl gegen oben wie gegen unten mit einem Cap versehen ist. Cash ist bei Managersalären also King.



Bild: Keystone/Paul Sakuma

Apple-Gründer Steve Jobs ist der bestbezahlte amerikanische Manager: 2006 verdiente er 647 Millionen US-Dollar.

Diese hohe Barkomponente sowie ein mit Ober- und Untergrenzen versehener Cash-Bonus-Plan haben den Nachteil, dass damit weder Underperformance sanktioniert noch deutliche Outperformance honoriert wird. Hinzu kommt, dass Zielwerte meist an jährliche Budgetwerte geknüpft werden, was das Management Jahr für Jahr motiviert, möglichst einfach erreichbare Budgetziele zu definieren. Anders gesagt: An Budgets gekoppelte Bonuspläne belohnen schlechte Performance (das Budget des Folgejahres wird gegen unten angepasst) und bestrafen, nach dem gleichen Mechanismus, gute Leistungen. Solche Handlungsanreize stehen einer langfristig gesunden Unternehmensentwicklung im Weg.

Gute Remunerationspakete sind so konzipiert, dass die Interessen der Manager möglichst eng mit denen der Aktionäre übereinstimmen. Erhält ein CEO etwa die Hälfte seines Gehalts als Fixlohn und den Rest als Bonus, der abhängig von der Erreichung eines Bud-

getwerts oder einiger persönlicher Ziele ausbezahlt wird, ist dies nicht der Fall. Denn die für den Aktionär relevanten Schwankungen des Unternehmenswerts schlagen in diesem Fall nicht auf das Portemonnaie des Managers durch.

Optionen haben als Anreiz an Bedeutung eingebüsst

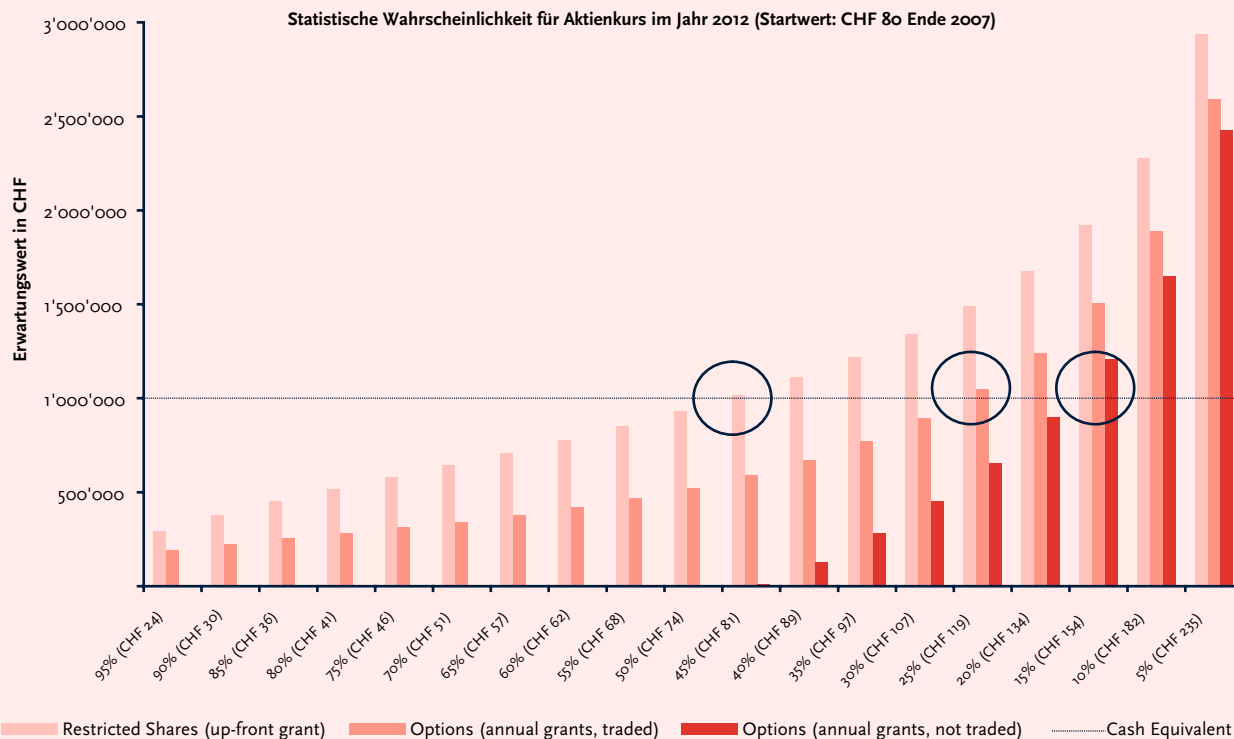
Um die Nachteile der vergleichsweise starren Cash-Saläre auszugleichen, kamen in den Neunzigerjahren Optionspakete in Mode. Ihre ausgeprägte Hebelwirkung sollte das Management zu aussergewöhnlichen Leistungen anspornen. Zudem war die Stossrichtung so, dass das Management nur dann entlohnt wurde, wenn der Aktienkurs gegenüber dem Startzeitpunkt – oft mit einer Mindesterrhöhung, teilweise bis zu 20 Prozent über dem Ausgabepreis – gestiegen war.

Inzwischen haben Optionen als Salärreiz für Manager an Bedeutung verloren. Wie die fallenden Aktienmär-

te anfangs dieses Jahrtausends gezeigt haben, sind Optionen in Salärpaketen ein Schönwetterkonstrukt. Auch die seit rund zwei Jahren zwingende Verbuchung der Optionen als Kosten in der Erfolgsrechnung hat ihrer Attraktivität geschadet. Und schliesslich hat das Wall Street Journal im letzten Jahr aufgedeckt, wie viele Manager in den USA via ein sogenanntes Backdating von Optionen Schindluderei betrieben und sich zulasten der Aktionäre bereicherten.

Ein guter Deal für Management und Aktionäre ist der vollständige Verzicht auf einen grossen Teil des Lohnes in Form von Bargeld. Stattdessen erhält ein Topmanager eine zum vornherein fest definierte Anzahl gesperrter Aktien, die Jahr für Jahr anteilig zugesprochen werden. Da die Anzahl der zugesprochenen Aktien nicht jedes Jahr verhandelt werden muss und unabhängig vom aktuellen Aktienkurs ist, fördert dies die langfristige Optik. Zudem ist die Identifikation mit dem Unternehmen stärker, da Aktien vom Management besser verstan-

Abb. 1: Cash, Optionen und gesperrte Aktien im Vergleich



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

Handelbare vs. nicht handelbare Optionen

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 Franken in Form von Optionen – unabhängig vom jeweiligen Aktienkurs. Diese Optionen sind nicht handelbar, das heisst, 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). Dabei 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 gesperrte Aktien (Restricted Shares). Hierbei wird der gesamte Zuteilungsbetrag zu Beginn der fünf Jahre in Form von 12 500 gesperrten Aktien (1 Million Franken dividiert durch den Aktienkurs, in diesem Fall 80 Franken) ausgegeben. Der Name «gesperrt» deutet darauf hin, dass

diese Aktien einerseits zu je einem Fünftel pro Jahr ins Eigentum des Managers übergehen (Vesting) und andererseits, dass die Aktien bis zum Ende der fünfjährigen Übertragungsperiode blockiert sind, also nicht verkauft werden können.

Erwartungswerte der Instrumente vs. Cash Equivalent

Die Simulationsrechnung zeigt die Erwartungswerte der Instrumente per Ende 2012 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 Prozent das Cash Equivalent; nicht gehandelte Optionen mit einer Wahrscheinlichkeit von ca. 15 bis 20 Prozent. Je risikobehafteter ein Instrument ist (etwa indexierte Optionen) oder je grösser die 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 zudem, dass ein Ersatz der jährlichen Optionszuteilungen in Form eines «Upfront»-Pakets von gesperrten Aktien die Risiken und Auszahlungsprofile signifikant beeinflusst:

1. Ein Vorteil der gesperrten Aktien ist, dass sie vom Manager meistens besser verstanden werden als Optionen.
2. Solche Pakete können gegenüber den Aktionären einfacher kommuniziert werden.
3. Die Pakete enthalten einen signifikanten Hebel fürs Management, wenn es der Firma sehr gut geht.
4. Die Pakete stellen, falls sich der Aktienkurs rückläufig entwickelt, gegenüber Optionen eine geringere Risikoposition dar und verleiten das Management weniger zu einer zu risikofreudigen Investitions- und Kommunikationsstrategie.

den werden als Optionen. Allerdings setzt dieses Modell – je nach Ausgestaltung – eine grosse finanzielle Unabhängigkeit des Managers voraus. Diese ist jedoch eher selten vorhanden. Daher kommt eine Kombination von Fixsalär, Cash Bonus und einem aktienbasierten Instrument, das wie Optionen mit einer Hebelwirkung versehen ist, weit häufiger zum Einsatz: Sogenannte Performance Shares oder Performance Units (siehe Abbildung 2 auf dieser Seite).

Während dem Konstrukt der Performance Shares als Auszahlungseinheit eine Aktie zugrunde liegt, erfolgen Ausschüttungen bei Performance Units als Bargeld. Beiden Instrumenten ist eigen, dass sie die Vorteile der Optionen – die Hebelwirkung – beibehalten und deren Nachteile möglichst vermeiden sollen.

Höhere Identifikation und Motivation

Diese Hebelwirkung ist auch einer der wichtigsten Vorteile von Performance Shares respektive Units. Sie führt zu

einer höheren Identifikation der Manager mit dem Unternehmen und zu hoher Motivation und Mitarbeiterbindung, weil mit dem substanziellen Hebeleffekt Outperformance besonders honoriert wird.

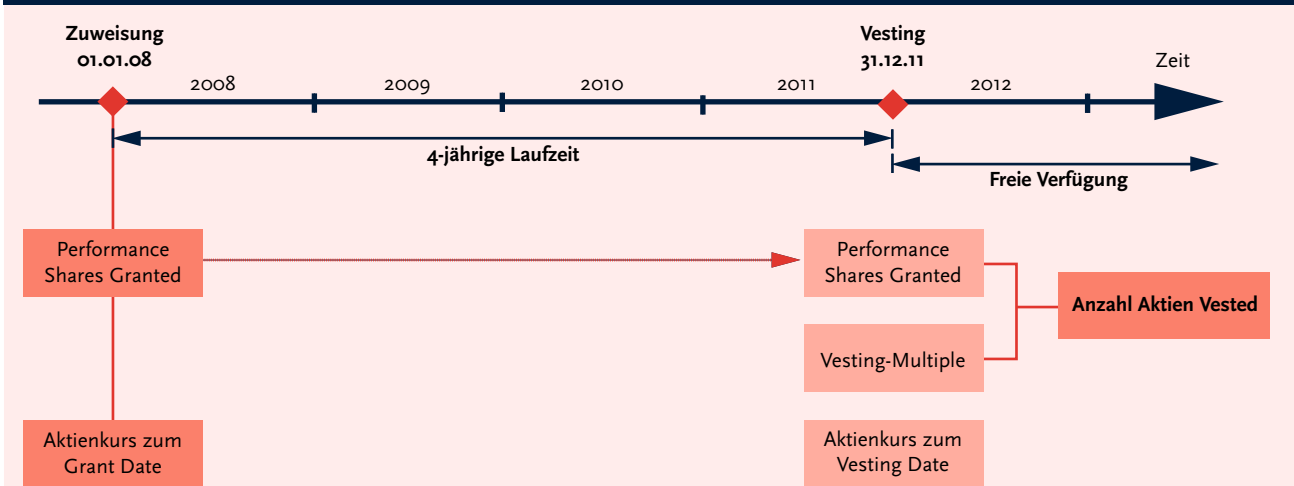
Gleichzeitig stellen diese Instrumente eine Interessenkongruenz zwischen Aktionären und Management sicher. Der Hebel respektive der Ausschüttungsfaktor ist dabei abhängig davon, bis zu welchem Grad festgelegte langfristige Zielgrössen vom Management erreicht werden. Als Zielgrössen definiert man in der Regel einen inneren und einen äusseren Wert. Der innere Wert, beispielsweise die Entwicklung des Economic Value Added, ist dabei vom Management direkt beeinflussbar und kann aufgrund der Finanzabschlüsse gemessen werden. Demgegenüber ist der äussere Wert – sprich die dem Unternehmen via Börsenkurs zugesprochene Kapitalisierung – zu einem wesentlichen Teil den Marktkräften überlassen.

Auch die technischen Vorteile dürfen nicht vergessen werden: Perfor-

mance Shares sind aus buchhalterischer Sicht interessanter als Optionen; jedoch gibt es regulatorische Restriktionen betreffend Zuteilungen in einzelnen Ländern, zum Beispiel in den USA. Ein Vorteil der verwandten Performance Units ist, dass sie weltweit einfach zugeteilt werden können.

Die Vorteile der Performance Shares und der Performance Units gegenüber Optionen sind offensichtlich. Wie bei allen Elementen eines Vergütungspakets sind allerdings auch hier Simulationsrechnungen wichtig. Denn weder für Investoren noch für das Management ist es 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. Bei all dem gilt, was der deutsche Aphoristiker Werner Mitsch schon vor einiger Zeit herausgefunden hat: «Jeder Lohn hat seinen Preis».

Abb. 2: Performance Shares



Die Grafik zeigt die Ausgestaltung eines typischen Performance Share-Plans, ausgelegt auf eine Dauer von z. B. vier Jahren. Die Performance Shares werden bei Beginn des Programms zugewiesen, das Vesting – also die Übertragung des Eigentums – erfolgt nach vier Jahren. Am Ende der Periode werden die zugesprochenen Performance Shares mit einem Faktor multipliziert. So

umfassen die Performance Shares zwei «Hebel»: Erstens, die äussere Wertentwicklung mit dem Aktienkurs und zweitens, die innere Wertentwicklung – meistens gemessen auf Basis der absoluten Veränderung von Value Added. Der Vesting Multiple wird – ja nach Ausgestaltung und Finanzierung des Programms – gegen oben und unten begrenzt.