



Einige Vergütungsmärchen: Wo Controller aufklären sollten

von Hermann J. Stern

In der Regel ist gut die Hälfte der variablen Vergütung von Finanzkennzahlen abhängig. Vergütungsbeauftragte wenden sich daher häufig an das Controlling, um die richtigen Kennzahlen für Vergütungssysteme zu identifizieren. Hierbei müssen Controller **dringend Aufklärungsarbeit leisten**. Dieser Beitrag diskutiert die wichtigsten Fehlannahmen und bietet Lösungen an.

Das Budgetmärchen oder: Budgets und Strategieziele senken die Vergütungszuverlässigkeit

Die meisten Führungskräfte sind sich einig: **Es ist wichtig, Ziele zu setzen, denn sie fördern die zielgerichtete Leistung.** Dies konnte der Psychologe Kenneth Locke in Verhaltensexperimenten bereits 1981 nachweisen.¹ **Es ist jedoch nicht unproblematisch, die variable Vergütung an die Ziele zu koppeln.**

Nehmen Sie sich kurz Zeit und beantworten Sie für sich folgende Frage. Wenn Sie diese kleine Übung mitmachen, werden Sie von der Lektüre dieses Artikels noch mehr profitieren.

Sie sind Vorstandsmitglied einer börsennotierten Gesellschaft und wurden beauftragt, den Bonusplan für das Jahr 2012 festzulegen. Nach gründlichen Analysen der Wettbewerber und des Marktes ist sich der Vorstand einig, das Ziel für das Umsatzwachstum des Jahres 2012 auf acht Prozent anzusetzen. Sie dürfen davon ausgehen, dass dieses Umsatzziel realistisch ist. Wird es erreicht, wird der Bonus an das Management ausgezahlt. Der einfache Mechanismus ist also: Ziel erreicht = 100 % Bonus.

Nun müssen Sie die Grenzen festlegen, bei denen kein Bonus (0 %), beziehungsweise der Maximalbonus (200 %) ausgezahlt wird. Wo würden Sie diese Grenzen ziehen?

Wir haben diese Frage 53 Alumni der Universität St. Gallen (HSG) und der Eidgenössischen Technischen Hochschule (ETH) in Zürich gestellt. Die Befragten hatten jeweils rund zwanzig Jahre Berufserfahrung. Für die obige Aufgabenstellung haben sie die Bonusuntergrenzen meist im Bereich von 4 % und die Obergrenzen bei rund 13 % festgelegt.

Und hier liegt das Problem: Die 80 größten DAX-Unternehmen sind von 2001 bis 2011 im Durchschnitt um 8 % gewachsen. Ein Umsatzziel von 8 % ist also für diese Periode vernünftig – die typischen Bonusuntergrenzen bei 4 % und die Obergrenzen bei 13 % hingegen nicht. Denn sie wurden von diesen DAX-Unternehmen in zwei von drei Jahren überschritten.

Werden Bonusgrenzen überschritten, fällt die Anreizwirkung in Vergütungssystemen weg. Wird hingegen die Untergrenze nicht erreicht, besteht kein Ansporn, die Leistung zu

	A	B	Summe
Umsatz	100	50	150
Kosten	80	45	125
Gewinn	20	5	25
Gewinnmarge (RoS)	20%	10%	17%

Abb. 1: Das Märchen von der hohen Marge

erhöhen – denn das würde zu höheren Erwartungen im Folgejahr führen. Wird schließlich die Obergrenze vor Ablauf des Jahres erreicht, besteht das gleiche Problem.

Zielabhängige Vergütungen führen zur Anreizstörung

Das bedeutet, dass bei der Umsetzung von Budgets in Anreizsysteme in zwei von drei Jahren eine **regelrechte Anreizstörung** eintritt. Dieser Problematik kann man nicht entgehen. Zwar würde für die untersuchten Unternehmen eine angemessene Spanne zwischen Bonusuntergrenze und -obergrenze - 20 bis + 30 % betragen. Damit wäre das Risiko von Anreizstörungen auf 10 % reduziert. Diese Spanne ist allerdings so breit, dass das Umsatzziel von 8 % komplett an Bedeutung verliert. Kein Vorstand würde einer solchen Regelung zustimmen.² Mit anderen Worten: **Bei zielabhängigen Vergütungen sind Anreizstörungen schlicht programmiert.**

Für Controller noch gravierender: **Werden Budgets für Anreizsysteme missbraucht, können kaum noch ehrliche Budgets erwartet werden.** Controller sind daher ständigen Budgetverhandlungen mit Interessenskonflikten ausgesetzt. Ein realistisches Budget ist sicher wichtig zur Leistungsorientierung in der Unternehmensführung. Es wirkt aber leistungshemmend, wenn die Vergütung daran gekoppelt ist. Raten Sie daher Ihren Vergütungsverantwortlichen dringend davon ab, Budgets für Vergütungssysteme zu verwenden.

Eine Alternative: Im Kasten ist aufgeführt, wie das Schweizer Spezialchemie-Unternehmen

SIKA ein Vergütungssystem ohne Budgetvergleich aufgebaut hat. Ein weiteres Beispiel ist das im Controller-Magazin besprochene österreichische Leuchtenunternehmen Zumtobel.³

Das Margenmärchen oder: Auch Margen und Renditen verursachen Anreizstörungen

Das zweite Problem, mit dem sich Controller beschäftigen müssen, sind **falsche Kennzahldefinitionen**. Oft argumentieren die Vergütungsexperten mit der Unternehmensstrategie und möchten Margen (Return on Sales, EBIT-Marge) und Renditen (Return on Capital Employed, Return on Net Assets oder ähnliche Kennzahlen) in Anreizsystemen verwenden. Die Überlegung erscheint einleuchtend: „Wir wollen hohe Margen, dann erzielen wir auch hohe Gewinne.“ Das ist korrekt. In Anreizsystemen umgesetzt, kann dieses Vorgehen aber zu Fehlanreizen führen.

Abbildung 1 illustriert die Problematik: Das Unternehmen führt die zwei Produkte A und B mit 20 % und 10 % **Return on Sales (RoS)**. Zusammen ergibt sich ein RoS von 17 %. Der RoS kann nun mit einer einfachen Maßnahme von 17 % auf 20 % erhöht werden: Die Herstellung von Produkt B wird eingestellt. Dies ist aber ein falscher Anreiz, denn der Gewinn sinkt damit von 25 auf 20. Mit anderen Worten: **Der Verzicht auf Gewinn führt zu einer höheren Marge.**

Diese Situation ist viel näher an der Praxis als angenommen. Vorstände bevorzugen den Kauf von Unternehmen mit hohen Renditen und wollen Segmente mit tiefen Renditen abstoßen. Meist wird für Unternehmen mit hoher Rendite sehr viel Geld bezahlt, während günstige Unternehmen mit tieferen Renditen ignoriert werden. Das Gleiche gilt auch für die Kunden: Käufer mit

tiefen Margen werden oft weniger geschätzt als Kunden mit höheren Margen. Werden sie abgestoßen, steigt zwar die Marge, aber der Gewinn sinkt.

Sich auf Verhältniskennzahlen zu stützen, kann groteske Verhaltensanreize liefern: Abbildung 2 zeigt ein Unternehmen mit den beiden Segmenten A und B. Im Segment A hat es die Sparte 1 und 2. Die Rendite in dieser Sparte beträgt 15 % (die Summe von Sparte 1 und 2). Im Segment B hat es die Sparte 3 mit einer Rendite von 9%. Ein Vergütungsplan, der auf der Rendite aufbaut, honoriert folgendes Verhalten: Man entferne die Sparte 2 von Segment A und schiebe sie zu Segment B. Die neuen Renditen sind dann 17 % für Segment A (ein Plus von 2 %) und 10 % für Segment B (ein Plus von 1 %).

Eine gute Leistung? Wohl kaum. Aber ein Vergütungsplan auf Basis der Rendite hätte mehr Geld an die Manager ausgezahlt.

Solche Spiele können durchaus dazu beitragen, dass in großen Unternehmen häufig reorganisiert wird. Ein Blick auf den absoluten Gewinn und das absolute Gewinnwachstum kann die Margenillusion und die Renditeillusion beseitigen. Am absoluten Gewinn erkennen Sie sofort, dass im Beispiel der Margenmärchen der Gewinn gefallen ist und dass im Beispiel der Renditemärchen der Gewinn gleich geblieben ist. Controller sollten den Vergütungsexperten daher klarmachen, dass man Vergütungssysteme auf absoluten Größen aufbauen sollte.

Das Economic-Profit-Märchen oder: Nutzen gering, Verwirrung gross

Oft sind es die Apostel des Shareholder-Value, die den Economic Profit im Anreizsystem verankern wollen. Auch hier ist das Argument bestechend: „Wir wollen eine Rendite für das investierte Kapital erzielen, dann arbeiten wir im Sinn der Aktionäre.“ Auch dies ist korrekt. In Anreizsystemen umgesetzt, kommt es jedoch unweigerlich zu Fehlanreizen.

Abbildung 3 illustriert die Problematik: Das Unternehmen muss alle vier Jahre eine Investition von 100 tätigen, um einen Gewinn von 25 zu

	Segment A			Segment B		
	Sparte 1	Sparte 2	1 + 2	Sparte 3	Sparte 2	3 + 2
Gewinn	100	50	150	100	50	150
Investiertes Kapital	600	400	1000	1100	400	1500
ROCE, ROI, RONOA	17%	13%	15%	9%	13%	10%

Abb. 2: Das Märchen von der Rendite

	2008	2009	2010	2011	2012
Gewinn	25	25	25	25	25
Anfangsinvestition	100	75	50	25	100
Abschreibungen	-25	-25	-25	-25	-25
Kapital	75	50	25	0	75
Kapitalkostensatz	10%	10%	10%	10%	10%
Kapitalkosten	7,5	5	2,5	0	7,5
Economic Profit	17,5	20	22,5	25	17,5

Abb. 3: Das Economic-Profit-Märchen

erzielen. Bei Abschreibungen von jährlich 25 und einem Kapitalkostensatz von 10% führt dies zu einem Economic Profit von 17,5 im ersten Jahr und 20, 22,5 und 25 in den darauf folgenden Jahren.

Mit anderen Worten: Bei gleichbleibendem Gewinn wird der Economic Profit jedes Jahr höher ausgewiesen. Man klopf sich so lange auf die Schultern, bis die Ersatzinvestition im fünften Jahr kommt – und ist dann überrascht, plötzlich wieder bei einem Economic Profit von 17,5 zu stehen.

Aus diesem Grund – und sicher auch, weil es für Vorstände ohne finanzmathematische Ausbildung zu kompliziert ist – **haben Anreizsysteme auf Basis des Economic Profit meist nur eine kurze Lebensdauer.** Man bleibt ein paar Jahre dabei, bis sich der Economic Profit aus unverständlichen Gründen gegen die Manager wendet. Und dann kommen die Vorstände zu den Controllern und verlangen eine Antwort für das unvernünftige Verhalten des Economic Profit. Leider fällt diese dann recht ernüchternd aus.

Befürworter des Economic Profit argumentieren damit, dass bei größeren Unternehmen die Erneuerungsinvestitionen den Abschreibungen entsprechen. Dies bedeutet, dass das investierte Kapital – und damit auch der Economic Profit – konstant bleibt. Wenn dies aber tatsächlich der Fall ist, warum braucht man dann die Kapitalkosten überhaupt? Denn ein Leistungsindikator, der sich nicht verändert, kann keine Anreizwirkung entfalten.

Der Economic Profit funktioniert nur dann, wenn abgebaut wird – denn ohne Investitionen steigt der Economic Profit von alleine (siehe die ersten vier Jahre in Abbildung 3). In

Investitionsphasen ist es genau umgekehrt: Der Economic Profit bestraft Wachstumsunternehmen: Zu Beginn einer Neuinvestition liefert diese nicht die gleichen Renditen wie nach ein paar Jahren. Wird also in Wachstum investiert, sinkt zuerst einmal der Economic Profit.

Es gibt Kapitalbestandteile mit Kapitalkosten, die kurzfristigen Charakter haben. Das sind namentlich die Elemente des Umlaufvermögens: Debitoren, Kreditoren und das Warenlager. Hier

ergibt es Sinn, die Kapitalkosten vom Gewinn abzuziehen, da die entsprechenden Handlungen sofort gewinnwirksam sind – und nicht erst in ein paar Jahren, wie das beim Anlagevermögen der Fall ist.

Das Optionenmärchen oder: Wenige Gewinnchancen mit Aktienoptionen

Die größten Illusionen entstehen wohl dank den Aktienoptionen. Dabei sind auch hier die Gründe gut und richtig: „Damit der Vorstand gut verdient, wenn der Aktienkurs steigt, geben wir ihm Aktienoptionen.“ Auch das ist logisch, denn höhere Aktienpreise bedeuten höhere Optionswerte. Aber stimmt es auch in der Praxis? Leider in nur sehr, sehr wenigen Fällen. Bloß 10% der Vorstandsoptionen hätten in den letzten zwanzig Jahren am deutschen Markt einen deutlichen Gewinn erzielt, wie die kürzlich

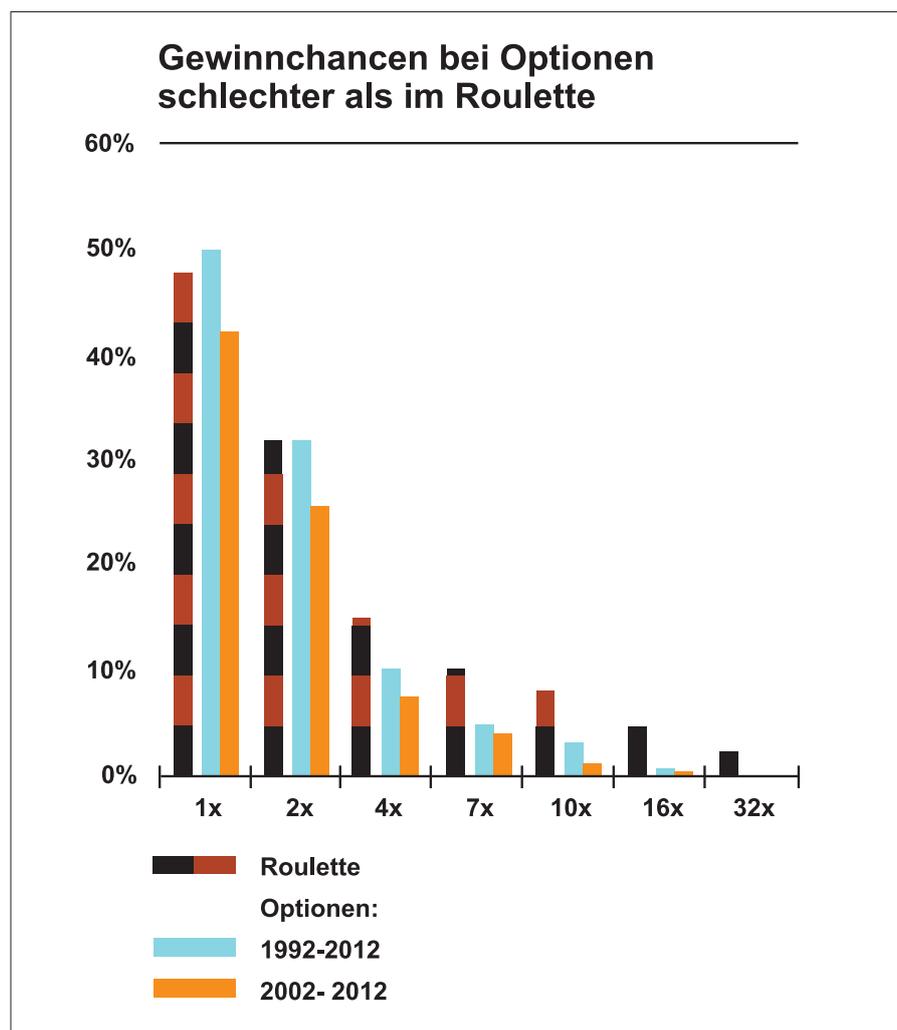


Abb. 4: Das Optionenmärchen oder: Vergütungsroulette mit Optionen

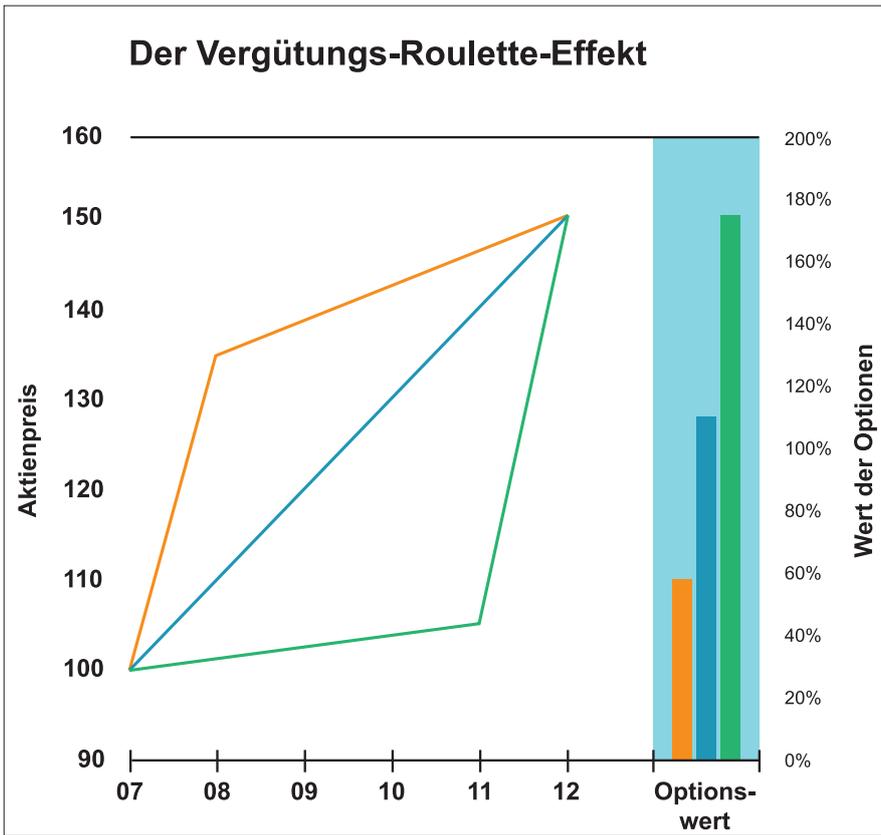


Abb. 5: Der Vergütungsroulette-Effekt bei Optionen

erschienene Studie „Vergütungs-Roulette“ des Zürcher Finanz-Research-Unternehmens Obermatt nachgewiesen hat.⁴

Sogar im Vergleich zum Roulette im Kasino ist das wenig, wie [Abbildung 4](#) zeigt. Mit Optionen ist es zwar wahrscheinlicher, den Wert des eigenen Einsatzes zurückzuerhalten, als beim Roulette. Geht es jedoch um die Verdopplung des Einsatzes, ist dieser Vorsprung bereits aufgelöst. Ein vierfacher Gewinn ist bei Optionen noch unwahrscheinlicher und ein 10-facher Gewinn, der in Deutschland in den vergangenen zwanzig Jahren lediglich 2% der Halter der Optionen betraf, ist im Roulette sogar dreimal sicherer als bei Vorstands-Optionen. Und in den letzten zehn Jahren waren die Gewinnchancen bei Optionen noch schlechter. Überspitzt formuliert: **Für einen deutlichen Gewinn sollte man besser Roulette spielen statt für Optionen zu arbeiten.**

Nicht nur die schlechten Gewinnchancen sind bei Optionen problematisch. Auch die häufig vorkommenden Fehlanreize stellen eine Schwierigkeit dar. Wie die Studie „Vergütungs-Roulette“ gezeigt hat, **entwickelte sich in den letzten zwanzig Jahren jeder vierte Optionsplan entgegengesetzt zu den Aktienkursen:** Die Optionen sind gefallen, aber der Aktienkurs ist gestiegen – oder umgekehrt. In drei von vier Fällen waren die Vorstände die Verlierer.

Wie kann es nun sein, dass Optionswerte nicht im Einklang mit Aktienkursen stehen? Ganz einfach: Weil ein höherer Aktienkurs nur dann höhere Optionswerte liefert, wenn alle Optionen zu Beginn der Abrechnungsperiode gewährt und an deren Ende ausgeübt werden. So etwas funktioniert bei Start-ups und bei Private-Equity-Beteiligungen, bei börsennotierten Unternehmen ist diese Annahme jedoch fern der Realität, denn Führungskräfte müssen für ihre Leistung kontinuierlich vergütet werden.

Aus diesem Grund werden Optionspläne in der Regel im Jahresrhythmus aufgelegt. Dies hat weitreichende Konsequenzen, wie in [Abbildung 5](#) erläutert wird.

Alle drei Beispielunternehmen (in Rot, Blau und Grün) steigern ihren Aktienkurs in fünf Jahren

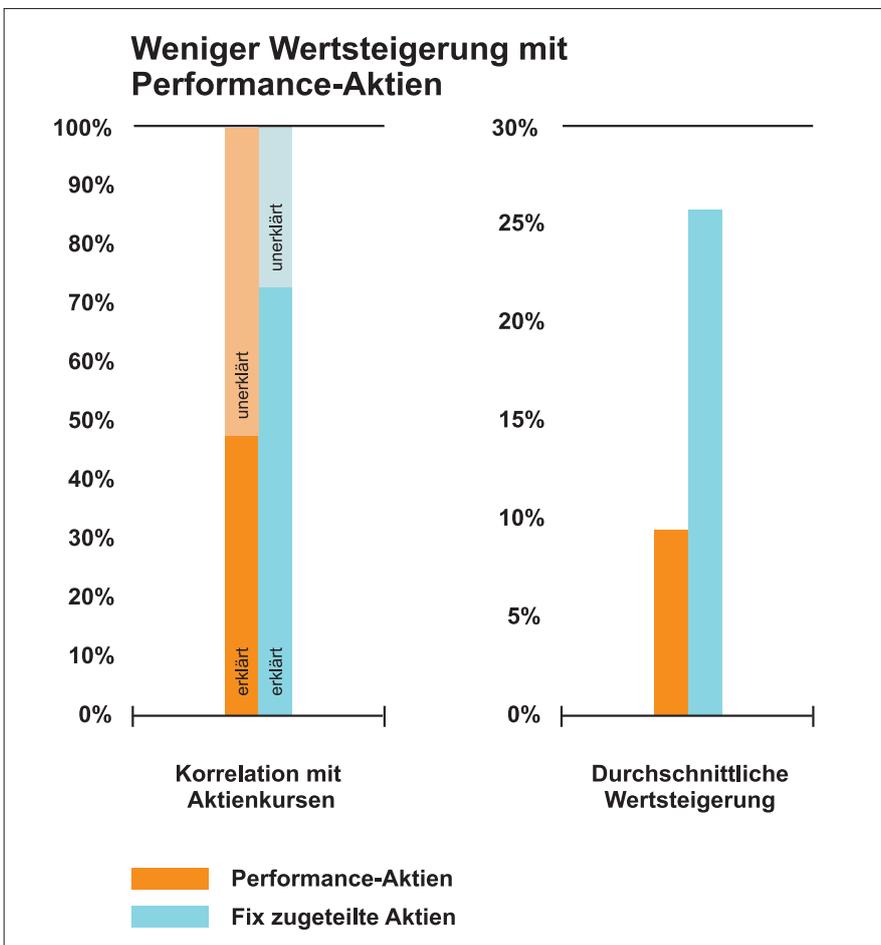


Abb. 6: Das Performance-Aktien-Märchen

von 100 auf 150. Blau steigert den Aktienkurs in diesem Zeitraum gleichmäßig, Rot steigert ihn zu Beginn sehr stark und dann nur noch wenig, bei Grün ist es genau umgekehrt. Die Optionswerte am Ende des betrachteten Zeitraums sehen für die drei Manager sehr unterschiedlich aus: Blau hat etwas mehr als 100 % der Vergütung erhalten. Grün hatte Glück und verfügt über Optionen, die rund 175 % wert sind. Rot hingegen hatte die Hälfte verloren.

Fazit: Bei aktienpreisbasierten Vergütungen profitieren diejenigen, die den Kurs lange tief halten – und es verlieren diejenigen, die den Kurs schneller auf ein höheres Niveau bringen. Das heißt, salopp ausgedrückt: Optionspläne bestrafen die Senkrechtstarter und vergolden die Spätzügler.

Optionen eignen sich kaum für reife Unternehmen, denn die Manager spielen damit in der Tat Vergütungs-Roulette. Das heißt nicht, dass Optionen in bestimmten Situationen nicht doch gerechtfertigt wären. Bei Start-ups gibt es oft gar keine andere Vergütungsmöglichkeit und bei Beteiligungen mit Private Equity ist der Roulette-Charakter in der Vergütung manchmal sogar erwünscht. Bei den meisten Unternehmen am deutschen Markt oder im deutschen Mittelstand bringen Optionen aber meist Enttäuschungen mit sich.

Das Performance-Aktien-Märchen oder: Bestraft für gute Performance

Seit dem Aufkommen der Debatte um die Vorstandsvergütung wird die Vergabe von Aktien immer häufiger an Leistungskriterien gebunden. Auch hier sind die Beweggründe plausibel: „Damit die Vorstandsvergütung leistungsorientiert ist, binden wir die Vergabe von Aktien an Leistungskriterien.“ Man erhofft sich, dass die

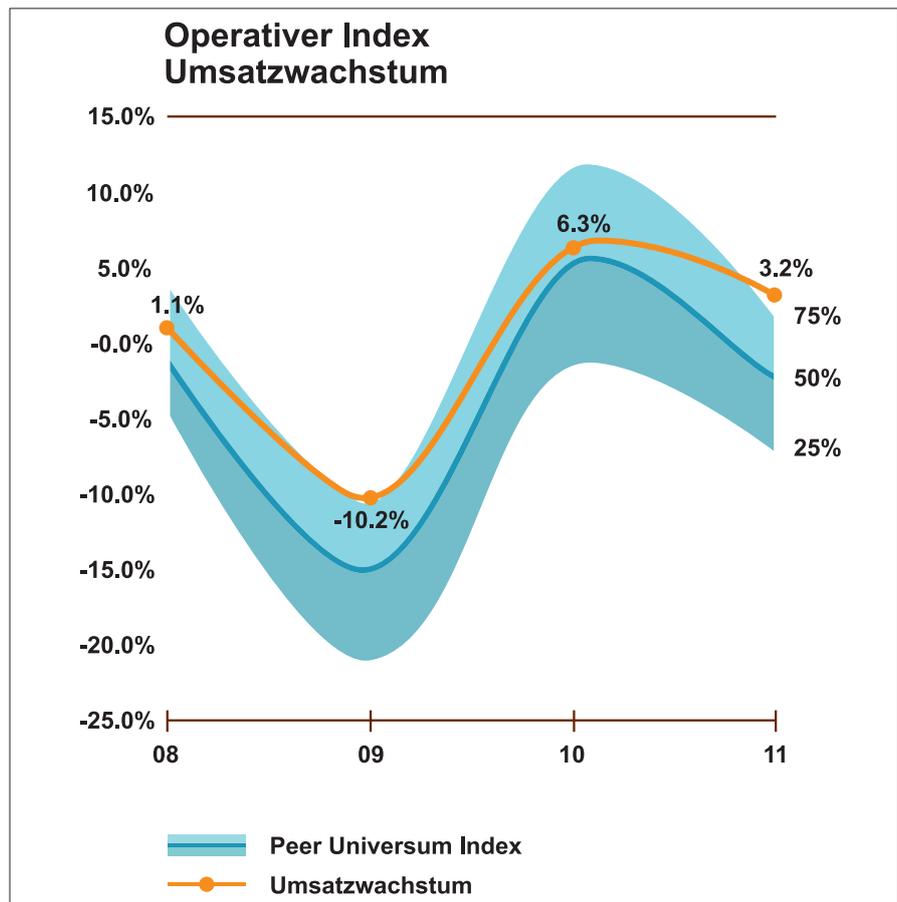


Abb. 7: SIKA-Bonusindex für Umsatzwachstum

Aktien dann eher „verdient“ sind, wenn man so will. Aber stimmt das auch? Die Studie „Vergütungs-Roulette“ liefert auch hierauf eine eindeutige Antwort. Sie hat die Wirkung von Performance-Aktien anhand tatsächlicher deutscher Aktienkurse der letzten zwanzig Jahre überprüft.⁵

Das Resultat: **Weniger als die Hälfte des Werts der Performance-Aktien kann mit den tatsächlichen Aktienkursen erklärt werden** (Abbildung 6). Werden die Aktien jedes Jahr im gleichen Umfang zugeteilt, korrelieren diese zu 71 % mit den Aktienkursen. Das Ergebnis erscheint paradox: Man macht sich die Mühe und definiert Leistungskriterien – und

das Resultat korreliert schlechter mit den Leistungskriterien, als wenn man gar nichts getan hätte und die Aktien jedes Jahr im gleichen Umfang zugeteilt hätte. Der Grund für dieses Paradoxon ist wieder der Roulette-Effekt der Aktienpreise, wie er in [Abbildung 5](#) dargestellt wurde.

Es kommt aber noch schlimmer: **Wird die Wertsteigerung der zugeteilten Aktien verglichen, dann erzielten Performance-Aktien nur ein Drittel der Renditen der fix zugeteilten Aktien.** Zwei Drittel der Renditen sind dann für die Empfänger von Performance-Aktien verloren. Mit anderen Worten: Das Unternehmen verliert jeden fünften Vergütungseuro für eine Maßnahme, die die Leistungsorientierung um ein Drittel senkt! Dies ist keine hypothetische Rechnung; die Basis dafür sind 1'009 deutsche Aktienkurse der letzten zwanzig Jahre. Der Grund für die kleineren Renditen bei Performance-Aktien liegt darin, dass sie dann zugeteilt werden, wenn die Rendite gut war und folglich die Aktienkurse hoch waren. Hohe Aktienkurse haben aber weniger Renditepotenzial – und mehr Verlustpotenzial.

Autor



Dr. Hermann J. Stern

ist Geschäftsführer des Schweizer Finanzresarch-Dienstleisters Obermatt. Das Unternehmen ist spezialisiert auf die Beurteilung von Führungsleistung und -vergütung. Der promovierte Wirtschaftsethiker lehrt finanzielle Führung an der Hochschule Sankt Gallen und der Universität Basel.

E-Mail: hermann.stern@obermatt.com

Schlusswort

Die in diesem Beitrag vorgestellten Vergütungsmärchen werden nicht nur herumerzählt, sie werden auch umgesetzt und gelebt. Mit verheerenden Folgen: Budgets und strategische Ziele zerstören Anreize. Margen und Renditen verleiten zu falschen Entscheidungen (oder bestrafen richtige). Der Economic Profit verwirrt meist, ohne dass er etwas bringt. Optionen und Performance-Aktien werden auf breiter Basis angewendet, obwohl sie unnötige Vergütungsverluste und Anreizstörungen verursachen. Es ist also an der Zeit, das Märchenbuch zuzuklappen. Das Beispiel SIKA zeigt, wie es besser gemacht werden kann.

Keine Vergütungsmärchen bei SIKA

Die Schweizer Bau- und Klebstoffchemie-Marktführerin SIKA produziert mit über 15'000 Mitarbeitern hauptsächlich Spezialchemikalien für die Baubranche. Dies führt dazu, dass das SIKA-Geschäft großen Schwankungen ausgesetzt ist. 2009 fiel der Umsatz um 10 %, worauf er sich im Jahr 2010 wieder um 6 % erhöhte (Abbildung 7). Die hier besprochenen typischen Bonusobergrenzen und -untergrenzen hätten bei SIKA zumindest einmal versagt. Aufgrund dieser Schwankungen entschied sich die SIKA-

Geschäftsleitung für eine **indexierte Leistungsmessung**. Die Bonusformel ist einfach: **Je mehr Wettbewerber vom eigenen Unternehmen übertroffen werden, desto höher ist der verdiente Bonus** (SIKA-Geschäftsbericht 2011). Die relevante Kennzahl ist das EBIT-Wachstum, also keine Budgets, keine Margen, keine Renditen, kein Economic Profit und keine Aktienkurse. Damit vermeidet SIKA alle hier erwähnten Vergütungsmärchen. Dies ist von entscheidender Bedeutung für die Zuverlässigkeit des Vergütungssystems.

Die Abbildung illustriert die überdurchschnittliche Leistung der SIKA. Auch der Umsatzeinbruch in 2009 ist keine wirklich schlechte Leistung, denn der Markt ist mit über 15 % gefallen. Die Vorstände im Jahr 2009 abzustrafen wäre genauso falsch, wie im Jahr 2010 eine maximale Vergütung zu entrichten. Wer das wollte, forderte eine Vergütung für die Konjunkturzyklen und nicht für die Leistung.

Die indexierte Vergütung neutralisiert diese Marktschwankungen und zahlt im Jahr 2009 einen Top-Quartil-Bonus und im Jahr 2010 eine Vergütung leicht über dem Durchschnitt. Die Indexierung führt dazu, dass **externe Störfaktoren** wie Branchenzyklen, Schwankungen der Rohmaterialpreise und Wechselkurseinflüsse **neutralisiert** werden. Das stabilisiert Vergütungssysteme, sodass sie kaum noch

überarbeitet werden müssen. Und für Controller ist von zentraler Bedeutung: **Das Budget bleibt von der Vergütung getrennt**, sodass erwartet werden darf, dass es vernünftiger und wirklichkeitsnaher ausfällt.

Fußnoten

¹ Locke et al, Psychological Bulletin, 1981

² Eine ausführliche Besprechung dieses Verhaltensexperiments befindet sich in: Stern, Hermann: „Ziele setzen ist nicht schwer, Anreize dagegen sehr“ in: Personalwirtschaft, Ausgabe April 2012, Seiten 41 - 43.

³ Zumtobel Finanzchef und Chefcontroller erklären ihre Bonusstrategie ausführlich im Controller Magazin, Ausgabe Juli/August 2010 („Zumtobel bringt Licht in die Bonusdiskussion“)

⁴ Obermatt AG: Vergütungs-Roulette (Deutschland) – 1992 bis 2012: obermatt.com/ranglisten/deutschland

⁵ Als Leistungskriterium wurde der Aktienkurs verwendet. Bei 0 % Aktienkurssteigerung gab es keine Aktien, bei 8 % gab es für Aktien für Euro 1'000 Euro und bei 16 % gab es Aktien im Wert von Euro 2'000. Bei der gleichmäßigen jährlichen Vergabe von Aktien gab es jedes Jahr Aktien im Wert von 1'000. Da die durchschnittliche Aktienrendite in Deutschland ungefähr bei 8 % lag, sind die beiden Methoden direkt vergleichbar. ■