

Stephan Hostettler über das Design leistungsabhängiger Entlohnung von Managern und Verwaltungsräten, die Anreize und die Risiken

«Entschädigungsmodelle sind ein Anlagekriterium»

Herr Hostettler, wie beurteilen Sie die Entschädigungsmodelle für die Führungsorgane der schweizerischen Publikumsgesellschaften?

Zwei wichtige Punkte, die für die Wert- oder Investororientierung in einem Unternehmen wesentlich sind, werden in der Schweiz fast durchs Band weg zu wenig beachtet. Einerseits: der Mut zur Langfristigkeit des Verwaltungsrats und des Topmanagements. Der Schlüssel zum Erfolg der Bonuspläne liegt in der Langfristigkeit. Bindende Abmachungen und Ziele sollten über mehrere Jahre hinweg vereinbart werden. Nur so kann das Management Investitionen vornehmen und hat die Möglichkeit, wie Eigentümer zu denken, auch über die Jahresgrenze hinaus. Die meisten Pläne sind zu kurzfristig ausgelegt. Die zweite Problematik ist, dass das Anreizsystem oftmals zu komplex ist, da es mit Führungs- und Kommunikationsaufgaben verwechselt wird. Beispiel: Nicht selten haben Unternehmen variable Lohnbestandteile oder Boni festgelegt, beispielsweise vier finanzielle Ziele auf Gruppenstufe, vier auf Business-unit-Stufe und noch vier individuelle Ziele. Das sind zwölf Ziele für vielleicht 15 oder 20% des Jahreslohns. Sie führen untereinander zu Konflikten, und vielfach wird der Anreiz durch die Zielvielfalt verwässert. Oftmals haben Manager gar Mühe, das Bonusystem zu verstehen. Werden zu viele Faktoren – wie Führungsaufgaben, Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit, Umsatz und Gewinn – in das Anreizsystem eingebettet, geht der Zweck verloren. Das sind zwei grundsätzliche Designfehler: zu kurzfristig und zu komplex.

Komplexe Systeme sind auch für die Betroffenen oft zu wenig transparent. Wie werten Sie denn die Transparenz nach aussen, die noch verbessert werden soll, zumindest was den Verwaltungsrat angeht?

1993 entschied der Kongress in den USA, die Löhne der Top five executives bekannt zu geben. Die Absicht war unter anderem, dass sich die Top executives ihrer

Die Wahl der Leistungsgrössen ist neben der Langfristigkeit und der Einfachheit entscheidend für den Erfolg eines Anreizsystems.

Gesamtbezüge wegen schämen sollten. Erreicht wurde das Gegenteil. Durch die Transparenz wurde bekannt, wie viel jeder CEO verdient hatte. Dem neuen CEO kann nicht weniger bezahlt werden als dem alten, unser CEO ist besser als derjenige der Konkurrenz, demzufolge soll er auch mehr erhalten und so fort. Ich bin durchaus für Transparenz, aber nicht für die Offenlegung der Lohnsumme, sondern für die Aufzeichnung des Hintergrunds. Wieso erhält der Manager einen Bonus, wie werden Aktien oder Optionen gesprochen? Die Höhe der Löhne und der Boni ist zwar ein beliebtes Thema in der Presse, ist aber für Investoren und vor allem für Institutionelle nicht primär relevant. Es wäre für sie wichtiger zu erfahren, wie ein Bonus konstruiert ist. Ist er langfristig geplant, gibt es einen Anteil, der zurückbehalten wird, ist ein Teil des Bonus Risikokapital des Managers?

Eine Voraussetzung für eine faire Entschädigung ist eine faire Bemessung der unternehmerischen Leistung. Der Aktienkurs allein kann es ja nicht sein...

Es ist richtig, dass der Aktienkurs von vielen Faktoren bestimmt ist. Aber: Von zwei Unternehmen im selben Industriezweig und Markt und mit dem gleichen Potenzial wird dasjenige mit dem höheren Gewinn und der besseren Rentabilität von der Börse höher bewertet. Man darf also davon ausgehen, dass sich eine überlegene Kosten- und Kapitaleffizienz mittel- und langfristig im Aktienkurs spiegelt. Und genau an diesem Punkt setzen langfristige Bonuspläne an: Ich empfehle meistens einen Plan, der auf mindestens drei bis fünf Jahre fixiert ist und im Gegenzug nicht nur die Kosten-, sondern auch die Kapitaleffizienz vollständig berücksichtigt.



Zwei grundsätzliche Designfehler der Entschädigungsmodelle stellt Stephan Hostettler in einer Umfrage in der Schweiz fest: zu komplex und zu kurzfristig. BILD: IRIS C. RITTER

Wie geht man mit dem Problem der Risikobeteiligung um? Wie kann vermieden werden, dass Manager wegen der Optionsprogramme höhere Risiken als gewünscht eingehen oder das Risiko einer langfristigen nachteiligen Entwicklung in Kauf nehmen, für die sie nicht mehr belangt werden?

Die Risikobeteiligung auf der Eigenkapitalseite in Form von Optionen respektive Aktien oder auch auf der Gewinnseite muss genau geprüft werden. Bei den Firmen, die wir betreuen, messen wir das Risiko anhand von Simulationsrechnungen. Ein Elektrizitätswerk zum Beispiel kann viel steilere Auszahlungskurven fahren als eine Softwarefirma. Werden die Bonuspläne zu steil gestaltet, besteht die Gefahr, dass das Management angereizt wird, zu grosse Risiken einzugehen. Mit der Ausrichtung auf ein Jahr wird das verstärkt.

Die Ansichten über die Beteiligungsmodelle haben sich verändert. Wieso soll man überhaupt daran festhalten?

Zuerst muss man sich ja fragen: wieso überhaupt eine Beteiligung am Eigenkapital? Wieso Aktien oder Optionen? Es gibt drei Gründe, die aber nicht nur in der Langfristigkeit zu suchen sind, weil Cash-Bonuspläne ja auch langfristig ausgelegt werden können. Der erste Grund: Identifikation mit dem Unternehmen und das Gefühl von Eigentum. Der zweite: Nur mit einer Eigenkapitalbeteiligung ist es dem Management heute schon möglich, an der Wertschaffung einer guten Entscheidung, die sich aber erst in Zukunft in Form von Gewinn auszahlt, zu partizipieren. Ein Beispiel sind strategische Initiativen oder Re-

strukturierungen. Man sieht heute schon den Ausschlag in den Aktienkursen nach einer guten Nachricht über den künftigen Cash-flow. Ohne eine Kapitalbeteiligung in Form von Aktien und Optionen wäre es dem Management nicht möglich, die Schwankung heute schon in seiner Entlohnung zu spüren. Also eine zunehmende Gleichstellung von Management und Investoren.

Und der dritte Grund?

Verschiedene Studien zeigen, dass mit der Identifikation und mit der langfristigen Ausrichtung die Korrelation von Managementzahlungen und Unternehmensleistung auf lange Sicht eine höhere Rendite zur Folge hat.

Aktien oder Optionen? Was hat sich nun geändert?

In den Neunzigerjahren standen aus verschiedenen Gründen Optionen im Zentrum. Sie haben wenig gekostet, weil man sie nicht als Aufwand verbuchen musste. Jetzt ist ganz klar ein Trend von Optionen zu Aktien zu beobachten, auch für das Topmanagement. Mehrere Gesellschaften überlegen sich zudem, ein System einzuführen, in dem man zwischen Aktien und Optionen wählen kann. Einige grössere, zum Beispiel Swiss Re, haben das schon hinter sich. Der Unterschied zwischen den beiden Systemen ist im Grunde das Risiko und der Hebel des Managements. Für 100 Fr. Personalkosten gibt es eine Aktie im Wert von 100 Fr. oder je nach Volatilität vielleicht vier Optionen. Mit Optionen aber ist das Aufwärtspotenzial fürs Management gröss-

ser, wenn das Unternehmen gedeiht. Das heisst, der Hebeleffekt ist im positiven Fall ausgeprägter. Im umgekehrten Fall allerdings ist das Risiko grösser. Eine interessante Lösung sind handelbare Manageroptionen, mit denen das Risiko nach unten sozusagen abgedeckt werden kann.

Sie haben nun vom Topmanagement gesprochen. Ganz oben wird man am Gesamterfolg gemessen, zuunterst werden die Mitarbeiter auch am Gesamterfolg beteiligt. Dazwischen gibt es Lösungen, in denen die Leute nicht lernen, an das Unternehmen als Ganzes zu denken, sondern auf ihre Bereiche fixiert werden. Bis zu welcher Stufe würden Sie welche Lösung empfehlen?

Das ist abhängig von der Grösse, der Kultur und der Branche. Tendenziell sollte man mit den Bonusplänen nicht zu schnell zu tief gehen. Man verliert sonst den Teamgeist. Eine zu grosse Individualisierung der Bonuspläne gefährdet die Zusammenarbeit der verschiedenen Units und Divisionen. Attraktiv finde ich breit gefasste Aktienbeteiligungspläne. Selbst wenn sich alle Mitarbeiter mit nur geringen Beträgen vom Unternehmen mehr oder minder subventionierte Aktien kaufen können, ist der Effekt erfahrungsgemäss sehr vorteilhaft für den Arbeitgeber. Fürs Topmanagement wären eine stärkere Aktienbeteiligung und eventuell auch Optionspläne sinnvoll. Auf der Cash-Seite schlage ich vor, möglichst «top-down» zu arbeiten, immer anzustreben, dass sich Mitarbeiter für das Gesamtergebnis ihrer Einheit verantwortlich fühlen und nicht nur für den Bereich, den sie direkt beeinflussen können.

Was empfehlen Sie für den VR?

Man kann den Verwaltungsrat als reine Kontrollstelle im Beamtenstatus oder als Vertreter der Aktionäre betrachten. Ich befürworte die zweite Ansicht. Meiner Meinung nach ist der Verwaltungsrat ein Vertreter der Interessen von Aktionären. Deshalb bin ich dafür, dass er am eigenen Unternehmen beteiligt wird. Auch die Einbindung des VR in das Bonusprogramm für das Topmanagement ist zu begrüssen. Wie im Geschäftsbericht ersichtlich, hat beispielsweise Straumann seit 2003 das gleiche Options- und Bonusprogramm für VR wie für das Topmanagement. Es ist wichtig, dass der VR finanziell involviert ist, sonst kann er sich nur schwer mit Management und Aktionären identifizieren. Selbstverständlich muss er auch andere Interessengruppen berücksichtigen. Wenn aber die VR-Mitglieder die Gesellschaft wie Beamte mit der Checkliste führen, können der unternehmerische Fokus und der Wettbewerbsdruck verloren gehen, was das langfristige Überleben des Unternehmens gefährdet.

Wie soll der Verwaltungsrat der Pflicht nachkommen, wenn er sieht, dass das Management den Aktienkurs zu sehr im Auge hat? Von einem VR, der im selben Boot sitzt, mit den gleichen Interessen, kann ich nicht erwarten, dass er dem Management auf die Finger klopft...

Es ist richtig, dass eine Interessenangleichung zwischen Management, VR und Investoren besteht, die in Fehlentscheidungen resultieren kann. Ich glaube aber, dass die Interessenangleichung im Grunde nicht falsch ist. Eine andere Lösung, als den VR nicht zu beteiligen, wäre, ein Mitglied des Gremiums mit der Aufgabe zu betrauen, konsequent eine Meinung zu vertreten, die nicht nur Aktionärsinteressen spiegelt.

Besteht nicht die Gefahr, dass mit komplexen – generösen – Entlohnungsmodellen der nötige Wandel und die Auffrischung des VR gehemmt werden?

Das ist weniger eine Frage des Anreizsystems sondern eher der Corporate governance generell, die vor allem aus der Kultur der Firma bestimmt wird.

Wie berechtigt sind die Change-of-control-Klauseln, die greifen, wenn ein neuer Aktionär die Kontrolle über das Unternehmen gewinnt, und dem Management oft erlauben, früher als unter normalen Bedingungen Kasse zu machen? Eine Sache des Anreizsystems oder der Statuten?

Es ist definitiv eine Sache des Anreizsystems. Leider kann nicht viel dagegen unternommen werden. Die Change of

control clause in Form von Optionen und Aktien ist meistens vorhanden. Die CEO wollen sich schützen gegen die Willkür von Aktionären und Verwaltungsräten. Auf dieser Ebene ist das verständlich. Es gibt auch die Deferred change of control clause, wie sie zum Beispiel Steve Case bei AOL Time Warner hatte. Erst nach Vollendung des Mergers wurden seine Optionen ausübungsberechtigt. Das ist jedoch nur eine zeitliche Verschiebung des Problems.

Wie kann, soll der Aktionär beurteilen, welches Entlohnungssystem eine Publikumsgesellschaft anwendet? Ist es überhaupt ein Anlagekriterium?

Ja, es ist definitiv ein Kriterium. Die Frage stellt sich nur, ob der Aktionär die Mühe und die Zeit auf sich nehmen will. Es ist vor allem ein Thema für die institutionellen Anleger, die mehr Zeit haben, sich mit der Gesellschaft auseinanderzusetzen. Die Analyse des Anreizsystems sollte als Ergänzung zur typischen Fundamentalanalyse ein elementarer Teil der Beobachtung werden. In den USA sind schon mehrere Investmentbanken daran, das systematisch einzuführen. Man sollte das Anreizsystem nach vier Kriterien beurteilen. Erstens: Stärke der Motivation. Die Frage ist, ob eine wesentliche Leistungsorientierung besteht und wie signifikant das Management daran gebunden ist. Zweitens: das Risiko. Bestehen zu grosse Risiken im Anreizsystem, kann dies vor allem in Zeiten schlechter Konjunktur eine zu grosse Unzufriedenheit im Management und im Unternehmen auslösen. Das dritte Kriterium sind die Kosten des Anreizsystems. Sie sollten jedoch immer in Bezug auf die erbrachte Leistung beurteilt werden. Das vierte ist die Ausrichtung des Managements, weil mit jedem Anreizsystem Handlungsanweisungen vorgegeben werden. Ebitda-orientierte Anreize können sich zum Beispiel ungünstig auf die Kapitalrendite auswirken. Viele Geschäftsberichte sind transparent, ebenso viele sind es nicht. Nach Corporate-governance-Richtlinien müssen einzelne Lohnsummen zwar bekannt gegeben werden, die Art und Weise der Entlohnung ist aber zu wenig systematisch behandelt.

Muss der Anleger also nach Bonusfallen Ausschau halten? Diese Transparenz ist ungenügend.

Das stimmt. Das Anreizsystem sagt viel über das Verhalten des Unternehmens aus. Warren Buffett sagte an der Generalversammlung seiner Investmentgesellschaft im Jahr 2000: References to Ebitda make us shudder. Er investiert nur zögerlich in Firmen, die den Ebita als Referenz vorweisen. Moody's erklärte in einem Bericht vom Juni 2000, weshalb der Ebitda problematisch ist: Er wird vielmals als Cash-flow-Approximierung verwendet, blendet jedoch Ersatzinvestitionen oder auch Veränderungen des Umlaufvermögens aus. So mag diese Kennzahl zwar sinnvoll für rasche Unternehmensvergleiche oder Finanzierungsstruktur sein, sie ist aber ungeeignet als Basis zur Bestimmung des Bonus. Der VR sollte sich über die langfristigen Folgen der Anreizkriterien im Klaren sein. Die Wahl der Leistungsgrössen ist neben der Langfristigkeit und der Einfachheit entscheidend für den Erfolg eines Anreizsystems.

Interview: Peter Bohnenblust

Zur Person

Stephan Hostettler, seit 2002 Partner bei Obermatt Partners, Zürich, ist Lehrbeauftragter für Corporate governance an der Universität St. Gallen. Der promovierte Betriebswirt hat zahlreiche Einführungen von wertbasierten Management- und Kompensationssystemen begleitet. Er ist Autor verschiedener Publikationen zum Thema leistungsabhängiger Vergütung und des in fünfter Auflage erscheinenden Werks «Economic Value Added» (Verlag Haupt). In Zusammenarbeit mit der Universität untersuchte er die Entschädigungsmodelle in der Schweiz, v. a. von Industrie und Handelsgesellschaften. **PB**

Checkliste Anreizsystem

Vermeiden Sie Budgets als Basis für die Bonusbemessung!

Budgets werden jährlich verhandelt. Das öffnet der Manipulation Tür und Tor. Budgets sind gut für die Planung, aber ungeeignet für die Leistungsmessung.

Setzen Sie langfristige Ziele!

Ziele sollten langfristig festgelegt werden und die Investorenerwartungen berücksichtigen. Fixieren Sie die Ziele und machen Sie sie bindend für den Bonus!

Schaffen Sie keine «Anreizsilos»!

Versuchen Sie nicht, den Leistungsbeitrag einzelner Manager oder Unternehmenseinheiten möglichst «genau» zu bestimmen. Das behindert die unternehmensweite Zusammenarbeit.

Reduzieren Sie die Kenngrössen zur Bestimmung des Bonus!

Zu viele Kenngrössen verwässern die Stärke des Anreizsystems und verwirren das Management.

Kombinieren Sie nur unabhängige Kenngrössen.

Oft werden Umsatz und Gewinn kombiniert. Die Folge: Der Umsatz wird zweimal, die Kosten werden nur einmal gezählt. Der Bonus steigt trotz negativer Margen.

Trennen Sie Führungs- und Kommunikationsaufgaben vom Anreizsystem!

Anreizsysteme sollten Ergebnisse honorieren. Führung und Kommunikation helfen, die richtigen Massnahmen zu treffen.

Beurteilen Sie die Kosten der Anreizsysteme immer auch in Bezug auf die erzielten Ergebnisse.

Hohe Boni sind für das Unternehmen nur dann teuer, wenn sie ohne eine entsprechende Leistung gezahlt werden. Setzen Sie die absoluten Kosten immer in Bezug zu den Ergebnissen.

Bestimmen Sie den Anteil der variablen Entlohnung anhand einer umfassenden Kosten-Risiko-Analyse!

Messen Sie die Motivationsstärke, das Risiko, die Kosten sowie die Ausrichtung der gewählten Anreizsysteme, bevor Sie diese implementieren.