

White Paper

Das Kennzahlen-Dilemma: Leuchtfeuer in untiefe Gewässer

LEISTUNGSKENNZAHLEN: Bonuspläne sind wie Leuchtfeuer. Wenn sie Manager in die falsche Richtung lenken, sind oft die zugrunde liegenden Leistungskennzahlen schuld. Die Kombination mehrerer voneinander abhängiger Kennzahlen birgt hohe Risiken und führt häufig in die Wertvernichtung. Und das, obwohl der Bonusempfänger gleichzeitig immer besser verdient. Der wunde Punkt liegt in der gegenseitigen Abhängigkeit der Indikatoren. Auf diese Weise werden Einnahmen und Ausgaben falsch gewichtet, so dass Tätigkeiten mit einem Bonus honoriert werden, die mehr kosten als sie einbringen.

Die leistungsorientierte Entlohnung ist auf dem Vormarsch. Wie in den USA gehören inzwischen auch in Deutschland und Europa Bonuszahlungen für Manager wie selbstverständlich zum Grundgehalt dazu. Die Vorstandsvorsitzenden der wichtigsten amerikanischen Unternehmen erhalten sogar nur knapp 30 Prozent ihrer Vergütung als Festgehalt – den großen Rest macht die leistungsorientierte Entlohnung aus. Kein Wunder also, wenn immer wieder unterstellt wird, dass

Manager vor allem die Maximierung ihres Bonus zur Priorität machen und die Wachstumsziele des Unternehmens vernachlässigen.

Auf Sand gebaut: Kombinierte Leistungskennzahlen führen in die Irre

Damit kein falscher Eindruck entsteht: Leistungsorientierte Entlohnung ist gut und richtig. Jedoch kommen Unternehmer bei der Einführung solcher Vergütungssysteme um eine zentrale Frage nicht herum: **Wie soll die Leistung gemessen werden?** Wir haben in unserer Beratungspraxis festgestellt, dass bei der Definition der richtigen Leistungskennzahlen erhebliche Unsicherheiten bestehen. Oft wird die Tragweite dieser Grundsatzentscheidung unterschätzt. Die Frage nach der Leistungsmessung spielt eine wichtige, vielleicht sogar die wichtigste Rolle, wenn ein Bonussystem greifen soll. Sozusagen auf Sand gebaut, bricht das raffinierteste Bonussystem wie ein Kartenhaus zusammen, wenn das Fundament der Kennzahlen von vornherein falsch gewählt wurde.

Wenn es um die Bonusberechnung geht, haben sich finanzielle Leistungskennzahlen inzwischen durchgesetzt. In ihrer Studie über Managementvergütung haben Ittig, Larcker und Rajan bereits Ende der Neunziger Jahre aufgezeigt, dass Indikatoren wie Eigenkapitalrendite oder Cash Flow für die Berechnung der Leistungslöhne immer bedeutender geworden sind. Allerdings werden in der betrieblichen Praxis meist verschiedene Finanzkennzahlen miteinander kombiniert. **Doch gerade diese Kombination finanzieller Kennzahlen ist entgegen weitläufiger Praxis fehlerhaft.** Anhand von typischen Beispielen möchten wir im Folgenden zeigen, dass schon die Kombination zweier Finanzkennzahlen in die Wertvernichtung führen kann. Dabei verstehen wir unter wertschaffenden Projekten solche, die einen positiven Net Present Value (NPV) ausweisen. Die diskontierten, also auf den Entscheidungszeitpunkt abgezinsten Einnahmen müssen die diskontierten Ausgaben übersteigen. Ist der NPV positiv, soll die Führungskraft einen Bonus erhalten. Im Falle eines negativen NPV sollte der Manager eine Bonusreduktion erfahren. Auf

diese Weise schlagen wir eine logische Brücke zwischen den Investoreninteressen und Anreizen für Führungskräfte. Unsere Annahmen basieren auf der Ausgestaltung leistungsorientierter Management-Entlohnung, die in der Praxis am häufigsten anzutreffen ist.

Versteckte Handlungsanweisungen

Erfolgs- und Kapitalflussrechnung bieten einen umfangreichen Fundus an Kennzahlen, die für die Erfolgsmessung und das Wertwachstum des Unternehmens herangezogen werden können. Zu den gebräuchlichsten Größen gehören Umsatz, EBITDA, EBIT, Net Profit, Free Cash Flow oder Economic Profit (für eine detaillierte Übersicht: siehe Info-Kasten „Modell finanzieller Leistungskennzahlen“).

Jedes Bonussystem, das von einer der vorgestellten finanziellen Kennzahlen abhängig ist, beinhaltet Handlungsanweisungen. Allerdings sind diese Handlungsanweisungen versteckt: Wie Signallampen oder Leuchtfeuer auf einer Landebahn lotsen sie den Manager in eine bestimmte Richtung.

Ein durchdachtes Bonussystem ist daher immer auch ein Führungsinstrument. Es muss Manager an das Unternehmen binden, deren Handlungen am Wertwachstum messen und Nachhaltig zu Top-Leistungen motivieren. Geführt wird durch eine ganz einfache Wenn-dann-Logik: „Wenn Du Wert schaffst, erhältst Du einen Bonus. Wenn Du jedoch Wert vernichtest, verringert sich Dein Gehalt.“ Die im Bonussystem eingebetteten Vorgaben über Gewinnmargen, Abschreibungen und Kapitalkosten müssen also eingehalten werden, wenn der Manager seinen Bonus maximieren möchte. Es liegt auf der Hand, dass die zugrunde gelegten Leistungskennzahlen eine bedeutende Rolle spielen. Der rational denkende Manager wird sehr schnell herausfinden, welche Handlungen bonusmaximierend sind und welche er besser bleiben lässt. Entsprechend wird er sein Verhalten anpassen.

Manager und Eigentümer sollten am selben Strang ziehen

Der oftmals geäußerte Ärger über Vorstände, die ein Unternehmen in den Konkurs treiben und das sinkende Schiff mit vollen Taschen verlassen, richtet sich folglich an die falschen Adressaten. Nicht der Manager, sondern das Bonussystem hat in diesen Fällen versagt. Und – das ist die logische Konsequenz – diejenigen, die das Bonussystem erstellt haben. Schließlich kann und muss der Manager davon ausgehen, dass seine Bonusvorgaben sinnvoll sind und ihn in die richtige Richtung leiten. Bei einem gut abgestimmten System kommt es zum so genannten „Alignment“: Unternehmenslenker und Eigentümer ziehen am gleichen Strang, wenn es um die Unternehmensentwicklung geht.

Um dies zu erreichen, müssen die Handlungsanweisungen im Bonussystem den Manager zu einer Wertsteigerung bewegen, die den Ansprüchen der Aktionäre entspricht. Jede, wirklich jede Entscheidung der Geschäftsleitung muss zu der von den Investoren festgelegten Mindestverzinsung führen. Nur auf diese Weise wird absolutes Wachstum dauerhaft gesichert.

Wie der Bonus ausgezahlt wird

Vereinfacht lässt sich annehmen, dass der Bonus als fester Prozentsatz an eine Leistungskennzahl gekoppelt wird. Ist diese Kennzahl beispielsweise der Umsatz und der Bonusanteil daran beträgt 1%, so erhält die Führungskraft für 1 Million Euro Umsatz einen Bonus von 10.000 Euro. Statt dieser einfachen Bonusfunktion (Bonusanteil * Leistungskennzahl) kommen in der Praxis teilweise auch Exponentialfunktionen zum Einsatz, so dass es zum Beispiel für mehr Umsatz überproportional mehr Bonus gibt. Ebenfalls besitzen viele Firmen Maximal- und Minimalboni, welche sicherstellen sollen, dass die Gehälter nicht zu stark auf unerwartete Änderungen der Firmenleistung reagieren. Schliesslich ist die Mehrheit der Boni an das Budget gekoppelt, so dass

die Abweichung relativ zum Budget bestimmt wird (eine entsprechende empirische Studie von Obermatt Partners erscheint im April 2003).

Die hier vorgenommene Vereinfachung gegenüber den oben beschriebenen Variationen in der Praxis, also die direkte und uneingeschränkte Koppelung des Bonus an die Kennzahl, ist für den Aussagewert der folgenden Überlegungen nicht weiter problematisch. Der Grund: Exponentielle oder stufenweise Bonus-Koppelungen beinhalten prinzipiell die gleichen Anreizmechanismen wie lineare Modelle. Ebenfalls bleiben die hier beschriebenen Anreize bestehen, so lange sich die Führungskraft unterhalb des Maximalbonus, rsp. oberhalb des Minimalbonus befindet, was in einem korrekt ausgebauten Bonussystem am häufigsten anzutreffen sein sollte. Und schliesslich macht es für die folgenden Betrachtungen keinen Unterschied, ob Kennzahl im Vergleich zum Budget oder zu einem anderen Ziel definiert sind.

Prüft man diese in der Praxis häufig anzutreffenden Bonussysteme auf ihre Signalwirkung für Manager, ist das Resultat erschreckend: **Sofern von einander abhängige Leistungskennzahlen kombiniert werden, erhalten die Führungskräfte implizite Handlungsanweisungen, die durchaus zu Wertvernichtung und falschen Entscheidungen führen können.** Gerade die häufig verwendeten finanziellen Leistungskennzahlen aus Bilanz und Erfolgsrechnung sind meist von einander abhängig. Was bei deren Kombination alles passieren kann und welche Risiken es für das Unternehmen gibt, zeigen folgende Beispiele.

[1]

Kombination von Umsatz- und EBITDA-Zielen

Das Risiko: Zu hohe Kosten

In der Regel orientieren sich Zielsysteme für Führungskräfte an den drei zentralen Eckpfeilern unternehmerischer Wertgenerierung: Wachstum, Gewinn und Cash Flow. Sehr beliebt ist die Kombination von Umsatz und EBITDA, wobei der Umsatz als Wachstumsindikator gilt und der EBITDA die Profitabilität widerspiegelt. In einer empirischen Analyse der Kaderlohnsysteme in der Schweiz haben wir dann auch festgestellt, dass die Kombination von Umsatz und Gewinnmarge sehr weit verbreitet ist (eine klare Mehrheit der Schweizer mittelständischen Unternehmen kombiniert die beiden Grössen Umsatz mit EBITDA, EBIT oder Betriebsergebnis). Stellt diese Kennzahlenkombination nun sicher, dass nur wertvermehrende Projekte bonusmässig honoriert werden?

Bei genauerer Betrachtung stellt sich heraus, dass mit dieser Kombination nicht unbedingt das gewünschte Wertwachstum gefördert wird: Der Net Present Value kann bei positiven Bonusausschüttungen auch negativ sein. Der Fehler fällt aber erst auf, wenn das Augenmerk auf Grenzprojekte gelegt wird. Unter Grenzprojekten verstehen wir ein zusätzliches Projekt, das im Verlaufe des Geschäftsjahres angenommen oder abgelehnt werden kann. Der Manager muss in der Praxis nämlich selten die Entscheidung treffen, ob Umsatzwachstum **oder** EBITDA Wachstum verfolgt werden soll. Die beiden Elemente sind kaum voneinander zu trennen. Viel interessanter ist daher die Frage des Grenzfalles: Bis zu welcher minimalen Marge zahlt ein neues Projekt noch einen Bonus?

Das Bonussystem muss gerade in dieser Frage klare Handlungsanweisungen geben: Der Manager sollte nur dann einen Bonus erhalten, wenn das Projekt aus Aktionärssicht wertvermehrend erscheint. Kann die Zielkombination aus Umsatz und EBITDA-Marge dies leisten?

Die zugrunde gelegte Ausgangsgleichung bindet den Bonus an die jeweiligen Leistungskennzahlen mit den Faktoren a (Anteil am Umsatz) und b (Anteil an der EBITDA-Marge):

$$\text{Bonu} = a * \text{Umsatz} + b * \text{EBITDA} - \text{Marge}$$

Der Manager stellt sich nun die Frage: „Wie tief darf die EBITDA-Marge bei einem weiteren Auftrag oder Projekt sein, damit ich trotzdem noch einen Bonus erhalte?“ Der Schwellenwert für oder gegen ein neues Projekt liegt folglich an dem Punkt, wo der Bonus gleich Null ist, wobei sich die beiden Grössen auf das zu untersuchende Projekt (=Grenzprojekt) beziehen. Es handelt sich also um den Grenz-Umsatz und die Grenz-EBITDA-Marge:

$$0 = a * \text{Umsatz} + b * \text{EBITDA} - \text{Marge}$$

Die EBITDA-Marge lässt sich durch den Term „EBITDA geteilt durch Umsatz“ ausdrücken. Der EBITDA wiederum ist als „Umsatz minus Produktionskosten“ definiert, so dass sich folgende Gleichung ergibt.

$$\begin{aligned} \frac{-b * (\text{Umsatz} - \text{Pr oduktionskosten})}{\text{Umsatz}} &= a * \text{Umsatz} \\ \Rightarrow \frac{\text{Umsatz} - \text{Pr oduktionskosten}}{\text{Umsatz}^2} &= -\frac{a}{b} \\ \Rightarrow \frac{1}{\text{Umsatz}} - \frac{\text{Pr oduktionskosten}}{\text{Umsatz}^2} &= -\frac{a}{b} \end{aligned}$$

Um die impliziten Margenannahmen für neue Projekte zu identifizieren, müssen wir uns fragen, wie groß die Produktionskosten für einen Euro mehr Umsatz sein dürfen. Für einen zusätzlichen Umsatz von „eins“ erhalten wir demnach:

$$\frac{1}{1} - \frac{\text{Produktionskosten}}{1} = -\frac{a}{b}$$

$$\Rightarrow \text{Produktionskosten} = \frac{a}{b} + 1$$

Wir wissen, dass a und b immer positiv sein müssen: Schließlich erhält eine Führungskraft immer einen positiven Anteil an den zu erreichenden Zielen. Demzufolge schließen wir, dass der Teil a/b nicht negativ sein kann. Die Produktionskosten für einen neuen Euro Umsatz dürfen, laut obiger Umformung, daher in jedem Fall größer sein als ein Euro. Das ist jedoch keine Wertgenerierung, sondern systematische Wertvernichtung! Logisch, dass dies mit dem Anspruch, nur solche Projekte zu verfolgen, die über einen positiven Net Present Value verfügen, nicht vereinbar ist.

Die Kombination der Kennzahlen „Umsatz“ und „EBITDA-Marge“ fördert zu hohe Ausgaben. Die Ausrichtung eines Bonussystems an dieser Kennzahlenkombination erlaubt in jeder denkbaren Ausgestaltung das Verfolgen von neuen Projekten mit negativen EBITDA-Margen.

In der Praxis werden Bonuszahlungen teilweise nicht am Umsatz, sondern am Umsatz*wachstum* festgemacht. Die Gleichung lautet demnach: Bonus = a1 * Umsatzwachstum + b * EBITDA (den Bonusanteil am Umsatzwachstum bezeichnen wir mit = a1). Während sich dabei der Komplexitätsgrad für die Führungskraft erhöht, bleibt die Signalsetzung des Bonussystems trotzdem gleichfalsch. Nach einer Analyse des Bonussystems sehen wir, dass die Führungskraft nicht (wie erwartet) profitables Umsatzwachstum fördern soll, sondern noch viel mehr erreichen müsste.

Weil die Umformungen der Bonusgleichung etwas schwieriger zu interpretieren sind, veranschaulichen wir den Sachverhalt in einem konkreten Beispiel: Tabelle 1 zeigt die implizite Minimum-Marge für ein neues Projekt (Grenzprojekt) mit € 1 mehr Umsatz bei einer Firma mit einem Vorjahresumsatz von € 100, einem erwarteten Umsatz von € 110 und einer erwarteten EBITDA-Marge von 60%. Die in der Tabelle verwendete Gewichtung des Umsatzanteils ($a_1 = 100$) gegenüber dem EBITDA-Margen-Anteil ($b = 200$) von 1:2 ist in der Praxis häufig anzutreffen, da auf diese Weise der EBITDA gegenüber dem Umsatzwachstum doppelt gewichtet ist. Die resultierenden versteckten Handlungsanweisungen beinhalten gemäss dem vorliegenden Beispiel negative Margenerwartungen (in diesem Beispiel -16%), was dazu führt, dass Umsatz um jeden Preis eingekauft wird.

Tabelle 1: Implizite Margenerwartungen des Bonussystems

Werden bei einem Bonussystem die Kennzahlen Umsatzwachstum und EBITDA-Marge in einer falschen Gewichtung zueinander kombiniert, kann dies zu falschen Zielvorgaben für den Manager führen. Im fiktiven Beispiel führt dies zu einer geforderten Minimummarge von 5%. Eine Veränderung der Annahmen führt zu anderen Margenerwartungen, die aber dennoch im Normalfall von 0% abweichen.

	'00	'01
Umsatz	100	110
<i>Wachstum vor Projekt</i>		10%
EBITDA-Marge	60%	60%
EBITDA	60	66
Zu beurteilendes Grenzprojekt:		
+ 1 Euro		1
Umsatzwachstum nach Projekt		11%
gewonnenes Umsatzwachstum		1%
Bonussystem		
Zusätzlicher Bonus für gewonnenes Umsatzwachstum ($100 \times 1\%$)*		1.00
= Maximal zu verzichtender Bonus aus EBITDA-Margenreduktion		-1.00
Maximal mögliche Margenreduktion für Null Bonuseinfluss ($1.00 / 200$)**		-0.50%
Neue Minimalmarge (bei maximal möglicher Margenreduktion)		59.50%
Neue Minimalmarge in Euro (Marge \times Umsatz inkl. Grenzprojekt)		66.05
Neue Gesamtkosten (Umsatz + Grenzprojekt – Minimalmarge)		44.96
Gesamtkosten vor Grenzprojekt		44.00
Maximal mögliche Zusatzkosten für 1 Euro mehr Umsatz		0.95
Implizite Minimummarge		5%

*: $a_1 =$ Anteil am Umsatzwachstum = 100 (Bonus = $100 \times$ Umsatzwachstum)

** : $b =$ Anteil an der Marge = 200 (Bonus = $200 \times$ Marge)

Tabelle 2 zeigt, dass mit zunehmender Gewichtung der EBITDA-Marge (Fälle mit * gekennzeichnet) die Margenanforderungen für neue Projekte ansteigen. Auf der anderen Seite kann ein unglücklich definiertes Verhältnis von Umsatzwachstum und Margenwachstum dazu führen, dass negative Margen für Neuprojekte ausreichen, um einen Bonus zu erhalten (Fälle mit ** gekennzeichnet). Das einzig korrekte Verhältnis zwischen Umsatz und EBITDA beträgt 1 zu 1.85 (Fall ***), in welchem Null Wertwachstum richtigerweise zu einem Nullbonus führt. Leider ist dieses Verhältnis - wie übrigens auch alle anderen - direkt abhängig vom erwarteten durchschnittlichen Umsatzwachstum (in unserem Beispiel 10%), was dazu führt, dass die adäquaten Bonus-Verhältnisse unter Wertsteigerungsgesichtspunkten permanent angepasst werden müssten.

Tabelle 2: Falsche Signale

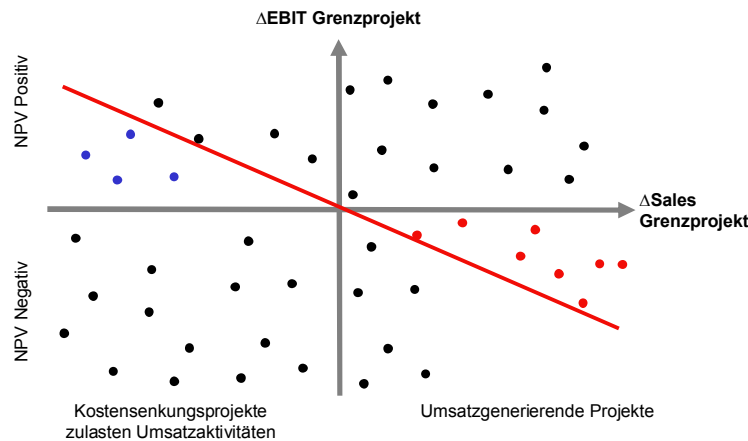
Je stärker die EBITDA-Marge (b) gegenüber dem Umsatzwachstum (a1) gewichtet wird, desto größer werden die resultierenden Minimummargen. Auf der anderen Seite führt die Gewichtung des Umsatzwachstums gegenüber der EBITDA-Marge von mehr als 1:1.85 (z.B. 1:1.5 oder 1:1) zu negativen Minimummargen pro neues Grenzprojekt.

a1	b	Marge	
100	200	5%	*
100	300	23%	*
100	400	32%	*
100	180	-2%	**
100	150	-14%	**
100	100	-51%	**
100	185	0%	***

Das ist sicher keine sehr praktikable Variante. Das Ergebnis dieser Analyse zeigt sehr deutlich, dass bei der Kombination von Umsatz- und EBITDA-Kennzahlen aus Aktionärssicht völlig falsche Anreize gesetzt werden. Die Kombination mit dem EBIT liefert übrigens analoge Resultate.

Die Kombination von Umsatzwachstum und EBITDA-Marge orientiert sich nicht am Wertwachstum. Sie setzt, je nach Ausgestaltung, entweder zu hohe oder zu tiefe Hürden für ein neues Projekt.

Abbildung 1 stellt den Sachverhalt des Kennzahlen-Dilemmas zwischen EBIT und Umsatzwachstum für ein Grenzprojekt grafisch dar. Die Y-Achse bildet den, durch ein Grenzprojekt zusätzlich generierten EBIT ab (Δ EBIT), die X-Achse den, durch das Projekt zusätzlich erzielten Umsatz (Δ Sales). Da sich der Bonus gemäss der Bonusformel linear aus der EBIT-Veränderung und Umsatzveränderung ableitet, ist er eine Gerade (rot in der Graphik eingezeichnet).



Die Neigung der Geraden ergibt sich übrigens aus der Gewichtung der beiden Ziele. Hier erscheint sie eher flacher, weil der EBIT in der Regel stärker gewichtet wird als der Umsatz. Alle Punkte rechts von der roten Geraden erhöhen den Bonus, alle Punkte links davon senken diesen. Unter der Annahme, dass nur Projekte mit einem positiven Net Present Value wertvermehrend sind, muss der zusätzlich gewonnene EBIT positiv sein. Das heisst, das Bonussystem sollte alle Punkte im positiven Bereich der EBIT-Achse honorieren. Die Graphik illustriert nun, dass das Bonussystem auch Projekte mit einem negativen NPV honoriert (rote Punkte), wie dies einleitend mit der Umformung der Bonusformel nachgewiesen wurde.

Abbildung 1 illustriert aber auch noch ein weiteres Problem, das genauso wichtig sein kann. Das aus Umsatz und EBIT oder EBITDA zusammengesetzte Bonussystem schliesst „Gesundshrumpfen“ teilweise aus. Dabei handelt es sich beispielsweise um die Veräusserung von unprofitablen Geschäftsbereichen oder Kostenersparnisse, die nur durch Umsatzreduktion erwirtschaftet werden können. Die in Abbildung 1 blau eingezeichneten Grenzprojekte führen zwar zu einer Wertvermehrung, da der NPV positiv ist, sie werden aber vom Bonussystem nicht honoriert, weil sie sich unterhalb der roten Bonuslinie befinden. Eine entsprechend falsche Handlungsanweisung ist die Folge.

[2]

Der Einbezug von Free Cash Flow in das Bonussystem

Das Risiko: Verlust der Wertorientierung

Wie bereits erwähnt, orientiert sich der Investor neben dem Wachstum und dem Gewinn oft auch am Cash Flow. Dies führt dazu, dass einige Unternehmen geprüft haben, ob sich ein Free Cash Flow (FCF) Ziel in das Bonussystem einbetten lässt. Für den FCF spricht, dass er für die Unternehmung von vitaler Bedeutung ist und als Cash-Größe schwer manipuliert werden kann. Weil wir bereits im ersten Beispiel gesehen haben, dass eine Kombination von EBITDA und Umsatz nicht zu empfehlen ist, prüfen wir nachfolgend einmal die Kombination von EBITDA und FCF ohne die Umsatzkomponente weiter zu berücksichtigen. Die Bonusgrundformel lautet in diesem Fall:

$$\text{Bonus} = b * \text{EBITDA} + c * \text{FCF}$$

Zur Vereinfachung klammern wir die Steuern aus, so dass sich der FCF aus den Komponenten EBITDA und Netto Investitionen folgendermaßen zusammensetzt:

$$\text{Bonus} = b * \text{EBITDA} + c * (\text{EBITDA} - \text{Netto Investitionen})$$

Durch Umformung ergibt sich die Gleichung für die zulässige Höhe von Netto Investitionen, wenn der resultierende Bonus Null sein soll:

$$\text{Netto Investitionen} = \left(\frac{b}{c} + 1 \right) * \text{EBITDA}$$

Die versteckte Handlungsanweisung gibt vor, dass eine Neuinvestition um $(b/c + 1)$ mal grösser sein darf, als der zusätzlich gewonnene EBITDA. Ist die Neuinvestition grösser als dieser Multiplikator, dann sinkt der Bonus. Ist dieses Resultat nun überhaupt wirtschaftlich vernünftig?

Die Antwort ist: ein klares Nein. Der notwendige EBITDA muss genügend gross sein, um die Abschreibungen der Neuinvestition zu decken. Die Kapitalkosten werden erst einmal ausgeblendet. Ein fix vorgegebenes Verhältnis zwischen EBITDA und Neuinvestition ist nicht nur falsch, es behandelt auch alle Investitionen gleich. Egal ob es sich um kurzlebige Computer oder um den Bau einer langlebigen Lagerhalle handelt: Bei jeder Investition wird für die Bonusberechnung der gleiche Anlagehorizont unterstellt. Egal welche Kombinationen von b und d gewählt werden, das Lohnsystem behandelt Investitionen grundsätzlich unabhängig von ihrer Lebensdauer und damit in den meisten Fällen falsch.

Darüber hinaus wirkt ein Bonussystem auf Basis von EBITDA und FCF Kennzahlen investitionshemmend: Der Gesamtbetrag der Investition wird im ersten Jahr dem zusätzlichen EBITDA gegenüber gestellt. Je stärker der FCF gewichtet wird, desto grösser muss die Verbesserung des EBITDA im ersten Jahr sein um den durch die Investition generierten FCF Verlust auszugleichen. Dies ist gar nicht unbedingt notwendig, denn in den Folgejahren fällt für die Investition kein negativer Cash Flow mehr an. Das heisst, dass die Führungskraft in einem solchen Bonussystem im ersten Jahr einer Investition stark belastet wird und danach quasi einen „Free Lunch“ genießt.

Eine Kombination von EBITDA und Free Cash Flow Zielen im Bonussystem beinhaltet willkürliche Abschreibeanahmen respektive vordefinierte Lebenserwartungen für Investitionen und wirkt investitionshemmend, weil die gesamte Investitionsausgabe im ersten Jahr zu Buche schlägt.

[3]

Kombination von EBIT- und Economic Profit-Zielen

Das Risiko: Die Kapitalgeber gehen leer aus

Alle bisher aufgeführten Kennzahlen blenden einen wichtigen Aspekt der Unternehmensführung aus: Den Aktionär. Dem genügt es nämlich nicht, wenn bei einer Investition buchhalterisch unterm Strich eine schwarze Null steht. Dies haben wir in den drei obigen Beispielen in der Null-Bonus-Variante unterstellt. Der Aktionär möchte sein investiertes Kapital adäquat verzinst sehen. Ohne Rendite macht für ihn die Aktieninvestition keinen Sinn. Das Bonussystem muss also Handlungsanweisungen geben, die solche Investitionen bevorzugen, die mindestens die Kapitalkosten erwirtschaften.

Aus diesem Grund werden Bonuspläne, die sich auf den Economic Profit stützen, immer beliebter. Der Economic Profit (siehe Hintergrund-Kasten: Der Economic Profit) berücksichtigt die Kapitalkosten. Der Kenngröße liegt die Überlegung zugrunde, dass ein Unternehmen zumindest seine Kapitalkosten erwirtschaften muss, bevor von einem Wertwachstum gesprochen werden kann.

Was geschieht, wenn der Economic Profit zusammen mit einer Gewinngröße wie zum Beispiel dem EBIT in die Bonusberechnung einfließt? Die bekannte Grundformel wird dafür erneut angepasst:

$$\text{Bonus} = d * \text{EBIT} + e * \text{Economic Profit}$$

Wiederum lassen wir zu Illustrationszwecken die Steuern außer Acht, so dass der Economic Profit sich als EBIT abzüglich der Kapitalkosten folgendermaßen darstellen lässt:

$$\text{Bonus} = d * \text{EBIT} + e * (\text{EBIT} - \text{Kapitalkosten})$$

Nach den Kapitalkosten aufgelöst, erhalten wir folgende Umformung:

$$\text{Kapitalkosten} = \left(\frac{d}{e} + 1 \right) * \text{EBIT}$$

Das Bonussystem liefert wieder eine falsche versteckte Handlungsanweisung. Sie lautet in diesem Fall:

Der erwirtschaftete EBIT muss die Kapitalkosten grundsätzlich nicht decken, so dass diese je nach Ausgestaltung des Lohnsystems nur zum Teil berücksichtigt werden.

Erhalten beispielsweise EBIT und Kapitalkosten das gleiche Gewicht im Bonusplan ($d=e$), dürfen die Kapitalkosten doppelt so hoch werden, wie der zusätzlich erwirtschaftete EBIT. Andersherum ausgedrückt: Die Kapitalkosten werden im Bonusplan einfach halbiert, obwohl sie real natürlich vollständig erhalten bleiben. Das Ergebnis: Durch die Halbierung schrumpft die Rendite für den Investor. Je nach Gewichtung der beiden Leistungskennzahlen kann die Kapitalverzinsung noch tiefer in den Keller sinken. Es liegt auf der Hand, dass jeder vernünftige Kapitalgeber solchen Praktiken sofort den Rücken zukehren sollte.

Die korrekte Handlungsanweisung erhält man erst, wenn die Kombination der beiden Leistungskennzahlen aufgehoben wird und der Bonus nur mit Hilfe **einer** Messgröße ermittelt

wird. Diese sollte zur Berücksichtigung der Kapitalkosten der Economic Profit sein. Dann decken sich die versteckten Handlungsanweisungen im Bonussystem mit den Interessen des Aktionärs: Solange ein Bonus gezahlt wird, dürfen die Neuinvestitionen den Economic Profit nicht schmälern. Mit anderen Worten: Der Manager bekommt nur dann seinen Bonus, wenn auch der Kapitalgeber die von ihm geforderte Rendite einstreichen kann.

Risiken und Nebenwirkungen herkömmlicher Anreizsysteme

Die Beispiele haben gezeigt, dass eine Kombination von zwei untereinander abhängigen Leistungskennzahlen versteckte Handlungsanweisungen liefert, die für das Unternehmen risikoreich sind. Allerdings sind solche Risiken und Nebenwirkungen nicht an zwei Kennzahlen gebunden. Drei oder mehr Leistungsgrößen, zum Beispiel Umsatz, EBIT und Kapitalkosten, können auf die gleiche Weise analysiert werden. Die Gleichungen werden komplexer, die Variablen zahlreicher, aber das Ergebnis bleibt gleich: Mehrere Leistungskennzahlen führen den Manager dazu, falsche Entscheidungen zu treffen und den Unternehmenswert zu gefährden.

Es bleibt die Frage, wie es möglich ist, dass Anreizsysteme mit derart fragwürdigen Handlungsanweisungen in der Praxis heute noch verbreitet sind. Unserer Erfahrung nach, funktionieren diese Bonussysteme nur deshalb einigermaßen, **weil viele Führungsgremien die Defizite sozusagen „von Hand“ korrigieren.** Um den Makel der Handlungsorientierung auszugleichen, werden diese Bonussysteme meist von beträchtlichen Entscheidungsrichtlinien und Kontrollmechanismen flankiert. Das kann sogar in das oft zitierte Micro Management ausarten, was nicht nur mehr kostet, sondern auch weniger Sicherheit und Qualität bietet. Oft werden die Bonussysteme auch in regelmässigen Abständen neu berechnet, weil sich die Margen oder das Wachstum verändert haben und die hier dargestellten Falschanreize zu bedeutend werden. Aus demselben Grund müssen auch Bonusfunktionen für unterschiedliche

Geschäftsbereiche jeweils angepasst werden, so dass ein erheblicher Verwaltungsaufwand entsteht.

Mehrere „Reparaturmaßnahmen“ müssen die Aufgaben erfüllen, die das Bonussystem offenbar nicht leisten kann. Beispielsweise geben Investitions- oder Gewinnrichtlinien dem Manager eine konkrete Hürde vor. Ein richtig konzipiertes Bonussystem kommt aber ohne diese Korrekturmaßnahmen aus.

Herkömmliche Ansätze fungieren im Grunde als „**Schönwetter-Bonussysteme**“. Sie funktionieren einigermassen, solange die Führungskraft nicht harte Entscheidungen im Grenzbereich treffen muss. In Abbildung 1 ist das Spektrum der Entscheidungspunkte schwarz eingezeichnet, bei welchem das Bonussystem Entscheidungen richtig, das heisst wertorientiert, honoriert. Somit helfen diese Bonussysteme zwar dabei, gute Leistung zu belohnen. Weil sie aber auch schlechte Leistungen honorieren und andere überhaupt nicht berücksichtigen (in Abbildung 1 rot und blau eingezeichnet), versagen sie als Handlungsorientierung in Entscheidungssituationen und damit auch als Führungsinstrument der Geschäftsleitung. Diese Funktion ist für das Anreizsystem aber zentral und kann durch ein richtig konzipiertes Leistungslohnsystem durchaus erfüllt werden.

Ein ausbalanciertes Bonussystem

Kritiker der leistungsorientierten Bezahlung beanstanden oft, dass Bonussysteme keine motivierende Wirkung besitzen. Reinhard K. Sprenger, der Autor des Bestsellers „Mythos Motivation“ spricht sogar davon, dass die Motivierung die Motivation zerstöre. Die Kritik ist insofern berechtigt, als falsch konzipierte Bonussysteme den Manager unweigerlich in die Irre führen können. Wie wir gezeigt haben, ist bei zwei oder mehr voneinander abhängigen Kennzahlen der Zielkonflikt gleich mit eingebaut. Der Manager muss fortwährend das eine Ziel gegen das andere ausspielen. Das schafft Frustration und bremst die Motivation. Zwei Leistungskennzahlen sind nur dann sinnvoll, wenn diese **unabhängig** voneinander sind, also zum Beispiel eine quantitative mit einer **qualitativen** Zielgröße kombiniert wird.

Wenn nur ein finanzielles Ziel für das Bonussystem verwendet werden darf, spielt es natürlich eine große Rolle, welche Kennzahl verwendet wird. Dabei sollte es sich um eine möglichst umfassende finanzielle Zielgröße handeln, welche die aktuelle Wertentwicklung des Unternehmens adäquat widerspiegelt.

Wir empfehlen unseren Kunden den **Economic Profit**. Der Economic Profit befindet sich auf der höchsten Hierarchieebene im System der Finanzkennzahlen: Er umfasst neben Umsatz und Gewinnen auch Abschreibungen, Steuern und – last but not least – Kapitalkosten. Wenn der Economic Profit positiv ist, wird wirklicher Wert für die Kapitalgeber geschaffen, weil auch deren geforderte Mindestrendite in der Kennzahl enthalten ist.

Theorie EVA

Regression Kennzahlen

Modell finanzieller Leistungskennzahlen

Cash Flow Statement	Erfolgsrechnung	Economic Profit
	Umsatz	a/a1
	- Produktionskosten	
EBITDA	<u>EBITDA</u>	b EBITDA
	- Abschreibung & Amortisation	- Abschreibung
- Steuern	<u>EBIT</u>	d - Ökonomische Steuern
<u>Operativer Cash Flow</u>	- Zinsen	<u>NOPAT</u>
- Netto Investitionen	- Steuern	- Kapitalkosten
<u>Free Cash Flow</u>	c Net Profit	<u>Economic Profit</u>
		e

Es handelt sich hierbei um eine stark vereinfachte Darstellung betrieblicher Leistungsmessung. Die Buchstaben beschreiben die Sharing Percentage (= Anteil des Bonus an der entsprechenden Grösse; zum Beispiel: Bonus = a * Umsatz).

Legende

EBITDA = Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EBIT = Earnings before Interest and Taxes

NOPAT = Net Operating Profit after Tax

Netto Investitionen = Investitionen - Desinvestitionen

Die Übersicht gibt die drei möglichen Quellen für finanzielle Kennzahlen in vereinfachter Darstellung wider. Die Buchstaben (a bis e) stehen, analog zu den Beispielrechnungen im Artikel, für den Bonusanteil an der jeweiligen Leistungskennzahl.

Die traditionelle Erfolgsrechnung bildet die Grundlage vieler finanzieller Kennzahlen. Neben dem **Umsatz** und dem **Net Profit** stehen zwei gebräuchliche Größen besonders hervor. Der **EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) stellt den Betriebsgewinn oder Jahresüberschuss vor Steuern, Zinsen, der Amortisation und Abschreibungen dar. Der EBITDA ist international weit verbreitet. Der Grund: Die Kennzahl eignet sich besonders für den länderübergreifenden Vergleich der operativen Ertragskraft von Unternehmen weil national unterschiedliche Behandlungsweisen von Zinsen, Steuern und Abschreibungen unberücksichtigt bleiben. Beim **EBIT** (Earnings Before Interest and Taxes) handelt es sich um eine internationale Finanzkennzahl, die, ähnlich dem in Deutschland üblichen Betriebsergebnis, den Jahresüberschuss vor Zinsen und Ertragssteuern angibt.

Die Cash Flow Rechnung ist für die Unternehmensbewertung sehr wichtig. Sie orientiert sich an den tatsächlichen Zahlungsströmen, was sie immun gegen Bewertungswahlrechte macht und sehr objektiv erscheinen lässt. Neben dem **Operativen Cash Flow** der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit, spielt vor allem der **Free Cash Flow** eine große Rolle als Leistungskennzahl: Er gibt an, welche liquiden Mittel zur Ausschüttung an die Aktionäre oder zum Aktienrückkauf „frei“ geworden sind. Notwendige Investitionsausgaben sind von dieser Kennzahl bereits abgezogen.

Ein relativ neuer Ansatz ist die Economic Profit Rechnung. Der **Economic Profit** wird auch als Economic Value Added (EVA®) bezeichnet. Dabei handelt es sich um eine Weiterentwicklung des länger bekannten, so genannten Residualeinkommens. Der große Vorteil dieser Kennzahl: Die Erwartungen der Fremd- und Eigenkapitalgeber an eine Mindestverzinsung des eingesetzten Kapitals werden gebührend berücksichtigt. Für die Berechnung des Economic Profit wird zunächst der **NOPAT** (Net Operating Profit After Tax) als Zwischengröße berechnet. Das aus der Buchhaltung entnommene Zahlenmaterial muss für diesen Schritt leicht angepasst werden. Anschließend werden die Kapitalkosten aus dem NOPAT herausgerechnet. Ist der Economic Profit positiv, so deckt die Rendite der Investition die Anforderungen der Kapitalgeber und – im Falle einer positiven Entwicklung – steigert den Unternehmenswert.

Economic Profit

Der Economic Profit (EP) hat in den letzten zehn Jahren eine beispiellose Karriere gemacht. Immer mehr Unternehmer wünschen sich eine Kennzahl, die ihnen klar und deutlich anzeigt, ob der Unternehmenswert effektiv gesteigert wurde. Dieses Versprechen löst der EP ein. Anders als andere Kennzahlen, blendet er die Ansprüche der Aktionäre nicht aus: Die Kennzahl misst in absoluten Zahlen den Unterschied zwischen der Kapitalrendite und den Kapitalkosten. Eine Wertsteigerung wird nur dann ausgewiesen, wenn die Renditeerwartungen der Kapitalgeber erfüllt worden sind. Auf diese Weise fügt sich der EP nahtlos in das immer beliebter werdende Konzept des Shareholder Value ein: Wertorientierte Unternehmenspolitik steht an oberster Stelle.

Unter dem Namen Economic Value Added (EVA®) wurde die Kennzahl Anfang der neunziger Jahre von der amerikanischen Beratungsgesellschaft Stern Stewart & Co. auf breiter Front an die Öffentlichkeit getragen. Der EP taugt aber nicht nur für die Leistungsmessung, sondern eignet sich auch als Managementinstrument und Grundlage eines effektiven Vergütungssystems. Gerade für die Bonusberechnung beseitigt der EP das verwirrende Nebeneinander unterschiedlicher Kennzahlen. In Deutschland gehört Siemens zu den Pionieren, die den Economic Profit schon früh eingeführt haben, weil er die Verwirrung beseitigt, „die durch viele Planzahlen entsteht“, wie Aufsichtsratsvorsitzender Dr. Karl Hermann Baumann betont. Die Kennzahl schaffe eine „gemeinsame Sprache, vom einfachen Angestellten bis zum Top-Manager“. Auf diese Weise ist es möglich, die Interessen von Führungskräften und Unternehmenseignern abzugleichen und eine gemeinsame Zielvorgabe zu entwerfen, die allen nutzt.

Literatur

- Young, Byrne: EVA® and Value-Based Management. A practical guide to implementation, 2000
- Ittner, Larcker, Rajan: The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts. In: The Accounting Review, April 1997. S. 231-255.
- Hostettler: Economic Value Added (EVA), 5. Auflage, Verlag Haupt, 2002

Kontakt zum Autor

Bei Fragen oder Anmerkungen, erreichen Sie den Autor per E-Mail unter der Adresse hermann.stern@obermatt.com

Internet

- Unter www.worldatwork.org finden Sie die nationale Non-Profit-Organisation der Vereinigten Staaten zum Thema Executive Compensation mit einer Fülle von Beiträgen zum Thema.
 - Die deutsche Gesellschaft für Personalführung finden Sie im Internet unter www.dgfp.com, den entsprechenden Schweizer Dachverband unter www.sgp.ch. Leider haben beide Web Sites wenig Sachinformationen dafür aber nützliche Hinweise auf lokale Veranstaltungen.
 - Unter www.obermatt.com finden Sie Informationen zur Gestaltung von Leistungskennzahlen und leistungsorientierte Vergütungssysteme der Unternehmensberatung Obermatt Partners.
-

Zusammenfassung

Ein gut durchdachtes Bonussystem ist immer auch ein Führungssystem mit unterschwelligem Handlungsanweisungen. Diese müssen dafür sorgen, dass Manager und Investoren am selben Strang ziehen und die gleichen Wachstumsziele verfolgen. Als Faustregel gilt: Nur wertschöpfende Investitionsentscheidungen sollten mit einem Bonus vergolten werden. Die Achillesferse jedes Bonusplans sind jedoch die zugrunde liegenden Leistungskennzahlen. **Das Problem:** Kombiniert man voneinander abhängige finanzielle Kennzahlen, so laufen die Investoren Gefahr, dass Manager Handlungsanweisungen erhalten, die mitunter zur Wertvernichtung und völlig falschen Entscheidungen führen. Egal ob Kennzahlen aus der Erfolgs-, Cash Flow- oder Economic Profit Rechnung verwendet werden: Der Artikel weist anhand einfacher Gleichungen nach, dass Bonussysteme mit voneinander abhängigen Leistungsgrößen einen eingebauten Zielkonflikt besitzen. **Die Lösung:** Nur unabhängige Größen dürfen für ein effektives Bonussystem verwendet werden. Noch besser eignet sich eine umfassende Zielgröße, wie der Economic Profit.
