

Schwerpunkt Stock Option Watch



Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Sonderteil ZEWnews · Dezember 2008

Die vorliegende achte Ausgabe des ZEW-Stock Option Watch befasst sich erneut mit der leistungsbezogenen Vergütung von Managern. Im ersten Beitrag geben Karl-Friedrich Raible und Urszula Pustelnik von Kienbaum Management Consultants einen Überblick über die Entwicklung bei langfristig ausgerichteten Anreizprogrammen deutscher Unternehmen. Der zweite Beitrag von Ulrich Hocker von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz kommentiert gesetzliche

Regelungen der Vorstandsvergütung. Günter Franke und Julia Hein von der Universität Konstanz untersuchen im dritten Beitrag die Anreizsysteme speziell für Kreditportfoliomanager. Der vierte Beitrag von Alex Edmans von der Wharton School befasst sich mit der Frage, inwiefern immaterielle Werte, insbesondere die Mitarbeiterzufriedenheit, in den Aktienkursen korrekt abgebildet werden.

Michael Schröder

Performanceorientierte Vergütung von Führungskräften

Bei langfristig wirksamen Leistungsanreizen geht der Trend zunehmend zu wert- beziehungsweise performanceorientierten Programmen, die die tatsächliche Leistung der Führungskräfte widerspiegeln¹. Die in der öffentlichen Meinung oft kontrovers diskutierte Stock Options Pläne verlieren allmählich ihre Vormachtstellung. Mittlerweile dominieren performanceorientierte Pläne gegenüber den klassischen Aktienoptionsplänen. Die Ausgestaltung der langfristigen Vergütungskomponente spiegelt nun nicht mehr lediglich die Entwicklung des eigenen Aktienkurses, sondern die gesamte nachhaltige Managementleistung wider.

Dies sind Ergebnisse einer Studie zum Thema „Langfristige Vergütungselemente“, die wir im Rahmen unserer Beratungstätigkeit Anfang 2008 durchgeführt haben. An dieser Studie haben 40 Unternehmen der Börsenindizes Dax, MDax, Tec-Dax und S-Dax teilgenommen. 31 von ihnen hatten aktuell einen oder mehrere Mid Term Incentive (MTI) beziehungsweise Long Term In-

centive Pläne (LTI) implementiert. Die Analyse zeigt, dass Aktienoptionspläne nur noch mit einem Anteil von 19 Prozent unter allen betrachteten Modellen vertreten sind. Darin sind bereits auslaufende Stock Options Pläne enthalten, die vor einigen Jahren ausgegeben wurden und die nach wie vor von Führungskräften gehalten werden. Noch im Jahr 2001 nutzte mehr als die Hälfte der Dax-Unternehmen Aktienoptionen als Instrumente der langfristigen Vergütung. 2005 nutzten noch mehr als ein Drittel der Dax-Unternehmen Aktienoptionen als Vergütungsinstrument für Führungskräfte.

Führungskräfte binden und motivieren

Mittlerweile machen performanceorientierte Pläne knapp die Hälfte aller Anreizmodelle aus (Grafik 1). Dazu gehören Performance Cash Pläne mit einem Anteil von 26 Prozent und Performance Share Pläne mit einem Anteil von 19 Prozent. Mit einem Anteil von

insgesamt 45 Prozent lösen sie die klassischen Aktienoptionspläne als beliebtestes Anreizmodell ab. Die klassischen Aktienoptionspläne kommen auf einen Anteil von nur 19 Prozent, die virtuellen auf einen Teil auf von knapp einem Viertel.

Long Term Incentives nehmen einen signifikanten Anteil als langfristige Vergütungskomponente an der Gesamtzielvergütung ein. Grafik 2 verdeutlicht, dass bei den betrachteten Unternehmen der Anteil der Mid- und Long Term Incentive Pläne an der gesamten Zielvergütung auf der Vorstandsebene bei 30 Prozent, auf der ersten und zweiten Ebene unterhalb des Vorstands immerhin noch bei 17 und 13 Prozent liegt². Der relativ hohe Anteil dieser Komponente dient dazu, Führungskräfte stärker an das Unternehmen zu binden.

¹ Kienbaum Management Consultants, „Mid- und Long Term Incentive Pläne 2007/2008“, Frankfurt 2008

² Kienbaum Management Consultants, „Vorstandsstudie 2006/2007, Vorstandsvergütung nach Höhe und Struktur“, Frankfurt 2008

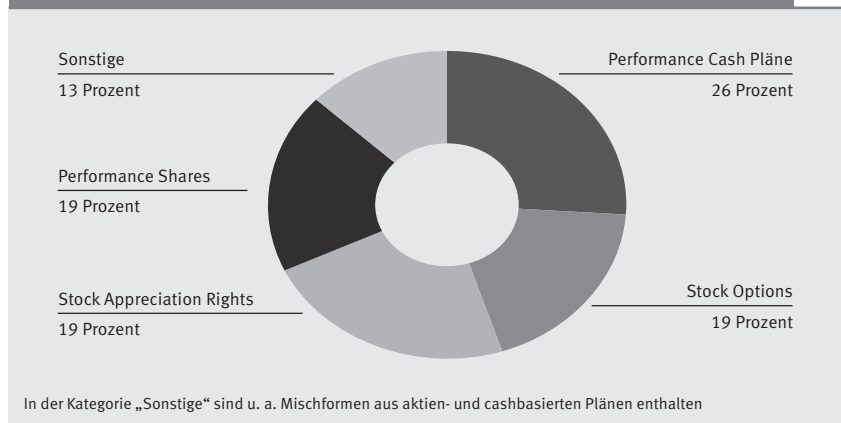
Kienbaum Management Consultants, „Vergütungsstudie 2006, Leitende Angestellte“, Gummersbach 2007

Darüber hinaus soll der hohe Anteil von Mid- und Long Term Incentive Plänen an der gesamten Zielvergütung die Motivation sowie die Loyalität der Führungskräfte steigern. Es ist zwischen der Zuteilung und Auszahlung der langfristigen Vergütung zu unterscheiden. Die oben genannten Zahlen beziehen sich auf den Wert bei der Zuteilung („at grant“), also auf den beizulegenden Zeitwert („fair value“), welcher mit einem anerkannten Bewertungsmodell zu bestimmen ist. Unter der Auszahlung ist demgegenüber die im Zeitpunkt der Abwicklung tatsächlich angefallene Summe zu verstehen.

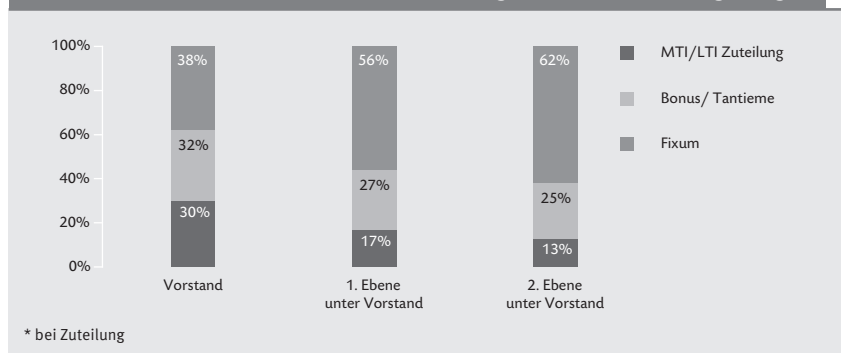
Die zunehmende Popularität performance- und wertorientierter Modelle geht einher mit dem gezielten, unternehmensspezifischen Einsatz von entsprechenden Kennzahlen (59 Prozent). Hierbei handelt es sich um Performancegrößen aus dem Rechnungswesen wie beispielweise EVA, ROCE oder EBIT. Der dominante Performance-Indikator ist weiterhin der Aktienkurs. Der absolute Kursanstieg wird in 71 Prozent aller Pläne als Erfolgsmaßstab verwendet, Kurszuwächse relativ zu Vergleichsgrößen wie etwa zu einem Index oder einer Peer Group kommen in 45 Prozent aller Pläne zur Anwendung. Dagegen orien-

tieren sich die „klassischen“ Aktienoptionspläne mehrheitlich mit 86 Prozent an absoluten Kurssteigerungen. Immer häufiger dient zudem eine Verbindung von Aktienkurs und Kennzahlen als Wertmaßstab. Dahinter steht die Absicht, eine Balance zwischen unternehmensinterner und -externer Perspektive herzustellen und somit eine ausgewogene Anreizwirkung zu erreichen. Nahezu die Hälfte aller Pläne ist bereits an zwei Parameter gebunden. Während echte sowie virtuelle Aktienoptionspläne vorwiegend auf einem Erfolgsparameter mit 57 Prozent basieren, beziehen wertorientierte Anreizprogramme in der Regel zwei Parameter mit 60 Prozent ein.

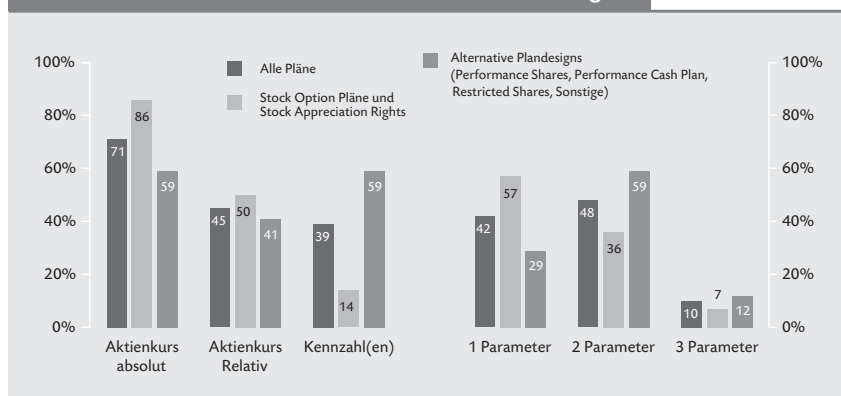
Grafik 1: Arten von Mid Term Incentive und Long Term Incentive Plänen



Grafik 2: Durchschnittliche Zusammensetzung der Gesamt-Zielvergütung*



Grafik 3: Performance-Indikatoren und ihre Gewichtung



Mehrere Erfolgskriterien anlegen

Wir sprechen uns für die Anwendung von mehr als einem Performanceziel aus. Obwohl der Aktienkurs als ein guter Indikator für die Wertsteigerung des Unternehmens gilt, garantiert er alleine keine umfassende Einschätzung der Unternehmenslage beziehungsweise der Performance von Führungskräften. Wenn die absolute Kurssteigerung ausschließlich einbezogen wird, können ungerechtfertigte „windfall profits“ entstehen, während andererseits bei einem Börsencrash die Managementleistung nicht angemessen honoriert wird. Ebenso stehen wir Modellen kritisch gegenüber, die ausschließlich die relative Leistung oder die relativen Kurssteigerungen als Maßstab heranziehen, da auch bei Verlusten oder sinkenden Börsenkursen die Pläne werthaltig werden können. Um diese Problematik zu umgehen werden bei performanceorientierten Plänen in der Regel zwei Erfolgsparameter verwendet, wobei Kennzahlen aus dem internen sowie externen Rechnungswesen von herausragender Bedeutung sind.

Harmonisierung von Einzel- und Gesamtinteresse

Die Kienbaum-Studie zeigt außerdem, dass Mid- oder Long Term Incentive Pläne in den meisten Fällen geändert oder neu eingeführt werden, um die Anreizwirkung der langfristigen Vergütung zu verbessern. Wertorientierte Modelle

werden mit dem Ziel implementiert, die Einzellinteressen der Führungskräfte mit dem Gesamtinteresse des Unternehmens in Einklang zu bringen. Dies wird erreicht, indem der Vorstand und leitende Angestellte stärker an das Unternehmen gebunden werden und auf diese Weise am langfristigen Unternehmenserfolg sowie an der Wertschöpfung partizipieren. Allerdings können Führungskräfte in der Regel nicht unbegrenzt vom Erfolg ihres Unternehmens profitieren – mehrheitlich sehen die Pläne eine Deckelung der Auszahlungshöhe vor.

Mehr Chancen aber auch mehr Risiken für das Management

Wir begrüßen den Trend zur stärkeren Hervorhebung der langfristigen variablen Vergütung und damit besonders der performanceorientierten Anreizprogramme. Während die kurzfristige variable Vergütung auf das Erreichen der Unternehmens-, Bereichs-, Team- oder Individualziele auf Jahresbasis ausgerichtet ist, sind Long-Term-Incentives an den langfristigen Erfolg des Unternehmens gekoppelt. Dadurch schaffen sie wichtige Anreize für das Manage-

ment, sich langfristig für das Wohl des Unternehmens zu engagieren. Wir propagieren, dass Long Term Incentives Pläne langfristig auszulegen sind mit Zuteilungsperioden von mindestens drei bis fünf Jahren. Auch nach Zuteilung empfiehlt sich eine Haltefrist von weiteren fünf Jahren im Sinne von Restricted Shares, die auch beim Ausscheiden des Begünstigten aus dem Unternehmen gültig bleibt. Das Management soll einem Unternehmer gleich gestellt werden – mit allen Chancen, aber auch Risiken.

Karl-Friedrich Raible und Urszula Pustelnik

Opting Out hilft ungeliebte Transparenz bei Vorstandsvergütung zu umgehen

Der Widerstand der Wirtschaft gegen die Transparenz in Sachen „individualisierte Veröffentlichung der Vorstandsgehälter“ war lang und hart. Eine Empfehlung im deutschen Corporate Governance Kodex konnte zwar einige Unternehmen umstimmen. Doch etliche Unternehmen veröffentlichten die Gehälter ihrer Vorstände auch weiterhin nicht. Die Folgen waren absehbar: der Gesetzgeber griff ein.

Seit August 2005 ist das Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz (VorstOG) in Kraft. Danach müssen alle in Deutschland börsennotierten Unternehmen die Gehälter ihrer Vorstände ab dem Geschäftsjahr 2006 individualisiert offen legen. Ganz getraut hat der Gesetzgeber der eigenen Courage allerdings nicht und hat den Gesellschaften eine Hintertür offen gelassen. Die Opting Out-Regelung ermöglicht es, auf die ungeliebte Transparenz zu verzichten, wenn 75 Prozent der auf der Hauptversammlung vertretenen stimmberechtigten Aktien dieser Entscheidung zustimmen.

Nach Meinung der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) hätte auf diese Klausel verzichtet werden sollen, schafft sie doch eine Zweiklassen-Gesellschaft. Auf der einen Seite stehen die Großaktionäre,

die aufgrund ihrer Position die Gehälter der Vorstände in der Regel kennen und eine gesonderte Veröffentlichung deshalb nicht benötigen. Auf der anderen Seite stehen die Privataktionäre, denen der Einblick auch zukünftig verweigert wird. Erich Sixt, Vorstandsvorsitzender, Gründer und Großaktionär des gleichnamigen Münchner Autovermieters, hat als erster das Opting Out genutzt. Schon kurz nach Inkrafttreten des Gesetzes wurde beschlossen, dass er seinen Verdienst nicht offen legen muss. Der Autohersteller Porsche folgte diesem Beispiel wenig später.

Antrag auf Intransparenz gestellt

In der Hauptversammlungssaison 2006 sind immerhin rund 200 Aktiengesellschaften diesen Weg gegangen. Allein im Börsensegment MDax stand das Opting Out auf den Tagesordnungen von zehn Unternehmen. Die Vorstände von AMB Generali, HypoVereinsbank, Celesio, Hannover Rück, HeidelbergCement, Hugo Boss, Kronos, ProSiebenSat1, Stada Arzneimittel und Südzucker wollten sich auch künftig nicht von ihren Aktionären in die Karten sehen lassen. Bei Stada Arzneimittel konnte die DSW verhindern, dass die Verwaltung sich mit diesem Wunsch

durchsetzte. Im TecDax stellten Bechtle, Drägerwerk, Nordex, Pfeiffer Vacuum, QSC und Solarworld den Antrag auf Intransparenz. Hier war die Durchsetzungsquote geringer als im MDax. Auf Betreiben der DSW unterlagen Pfeiffer Vacuum und Solarworld bei den Abstimmungen. Bei den Drägerwerken wurde der Punkt bereits im Vorfeld der Hauptversammlung von der Tagesordnung gestrichen. Selbst im Dax30 gibt es, seit die Merck KGaA 2007 in das Börsenoberhaus aufgerückt ist, wieder ein Unternehmen, das die Gehälter seiner Vorstände nicht offen legt.

Doch das Opting Out ist nicht die einzige Schwäche des Gesetzes. Zwar schreibt das VorstOG den Unternehmen sehr genau vor, welche Informationen offen zu legen sind. Doch leider wird darauf verzichtet, die Darstellungsform zu standardisieren, wie dies beispielsweise in Großbritannien der Fall ist. Dies hat zur Folge, dass die Gesellschaften sehr weitreichende Gestaltungsmöglichkeiten bei der Veröffentlichung der individualisierten Vorstandsgehälter haben.

Ein aussagekräftiger Vergütungsbericht sollte für alle aktiven sowie für die im betreffenden Geschäftsjahr ausgeschiedenen Vorstandsmitglieder folgende tabellarische Angaben im

Anhang des Geschäftsberichts standardisiert und auf individueller Basis auflisten (siehe Tabelle).

Die internationale Vorreiterrolle käme Deutschland damit sicher nicht zu. Die standardisierte Auflistung der Angaben wäre lediglich eine Anpassung an international längst übliche Praktiken.

In Frankreich müssen börsennotierte Unternehmen seit 2001 die Bezüge ihrer Manager individualisiert transparent machen. Dies forciert allerdings mehr die Börsenaufsicht AMF als der französische Gesetzgeber. Die Aufseher wollen im Geschäftsbericht detaillierte Angaben dazu lesen, wie sich die Bezahlung aus fixen und variablen Bestandteilen zusammensetzt und wie der variable Gehaltsanteil berechnet wird.

In den USA ist die Offenlegung der Managergehälter schon lange gängige Praxis und geht zurück auf den so genannten Securities Exchange Act von 1934. Danach sind alle börsennotierten Unternehmen verpflichtet, die Entlo-

hnung ihrer Spitzenmanager in einer Mitteilung an die Börsenaufsicht SEC zu melden. Nachdem Unternehmen in der Vergangenheit jedoch immer wieder Gehaltsbestandteile wie Pensionszahlungen verheimlicht haben, hat die Aufsichtsbehörde die Offenlegungspflicht verschärft. Danach muss alles auf den Tisch – seien es Boni, Betriebsrenten oder vom Unternehmen bezahlte Krankenversicherungen.

In Großbritannien notierte Unternehmen schlüsseln in so genannten „Remuneration Reports“ genau auf, wie die einzelnen Vorstände bezahlt werden und welche Überlegungen der Gehaltspolitik zu Grunde liegen. Feste und variable Gehaltsbestandteile werden genauso offen gelegt wie eingelöste und neu erhaltene Aktienoptionen, Altersvorsorge und sonstige Leistungen. Rechtliche Grundlage ist der Companies Act, der den Unternehmen schon seit langem die Veröffentlichung der Gehälter vorschreibt. Vor drei Jahren kamen zwei Bestimmungen hinzu: Ge-

haltspolitik und Bezahlung im Folgejahr müssen erläutert werden und die Aktionäre stimmen auf der Hauptversammlung über den Remuneration Report ab. Nicht abgestimmt wird über die individuell vereinbarten Gehälter. Das wäre durchaus ein auch für Deutschland gangbares Modell. Für die Vertragsverhandlungen mit den Vorständen ist allerdings der Aufsichtsrat zuständig und soll das nach Meinung der DSW auch zukünftig bleiben.

Wachswiches Gesetz

In Deutschland ist etwas mehr Licht durch das VorstOG in den Bereich der unterschiedlichen Arten aktienorientierten Vergütungsmodelle gekommen, die in den letzten Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen haben. Heute gibt es wohl kaum noch einen Vorstandsvertrag, in dem hierauf verzichtet wird. In Mode gekommen sind insbesondere Aktienoptionspläne im Zuge der extrem steigenden Kurse Ende der 1990er Jahre. Nach dem Zerplatzen der High-Tech-Blase waren zwar die meisten davon nicht „im Geld“. Doch seit 2003 hat sich das dramatisch verändert.

Das Gesetz verlangt nun von den Unternehmen, die aktienbasierte Vergütung mit dem Zeitwert zum Zeitpunkt der Gewährung offen zu legen. Dies bedeutet, dass die Unternehmen ihre aktienkursbasierte Vergütung nach dem Gewährungsprinzip offen legen müssen. Leider hat der Gesetzgeber darauf verzichtet, zusätzlich die Angabe der Höhe des Zuflusses bei der Ausübung von Aktienoptionen und ähnlichen Vergütungsformen zu verlangen.

Bei Angaben zu den Pensionsansparnissen der Vorstände bleibt das Gesetz wachswich. Hier heißt es: „Dies (gemeint ist die individualisierte Offenlegungspflicht) gilt auch für Leistungen, die den Vorstandsmitgliedern für den Fall der Beendigung ihrer Tätigkeit zugesagt worden sind, wenn sie von den den Arbeitnehmern erteilten Zusagen nicht unerheblich abweichen.“ Hier reichen also Angaben zu den Basisdaten aus, um dem Gesetz zu entsprechen. Wir hätten uns härtere Anforderungen gewünscht.

Ulrich Hocker

Zu standardisierende Angaben im Geschäftsbericht

- | | |
|---|---|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. Fixgehalt 2. variable Vergütung/Bonus in bar 3. Zahlungen Dritter und konzernverbundener Unternehmen 4. Abfindungen /Antrittsgelder 5. sonstige Vergütung/geldwerte Vorteile (z.B. Dienstwagen und andere Sachleistungen) 6. aktienbasierte Vergütung mit Angaben zum Beispiel zu <ol style="list-style-type: none"> 6.1 dem Bestand an Optionen zu Beginn des Geschäftsjahres nebst Marktpreis zum Beginn des Geschäftsjahres 6.2 im Geschäftsjahr gewährten/verfallenen Optionen 6.3 im Geschäftsjahr ausgeübten Optionen nebst (hypothetischem) Marktwert zum Gewährungs- und zum Ausübungszeitpunkt sowie Anzahl der erworbenen Aktien 6.4 Bestand an Optionen zum Geschäftsjahresende nebst (hypothetischem) Marktwert zum Geschäftsjahresende 6.5 Anzahl der maximal ausübaren Optionen nebst (hypothetischem) Marktwert 6.6 Datum der erstmals möglichen Ausübung (Sperrfrist) 6.7 Verfallsdatum | <ol style="list-style-type: none"> 7. Pensionen mit Angaben zum Beispiel zu <ol style="list-style-type: none"> 7.1 Anzahl der Dienstjahre im Unternehmen, die auf die Pension angerechnet werden 7.2 bestehenden Pensionsansprüchen zu Beginn des Geschäftsjahres unterschieden nach <ol style="list-style-type: none"> 7.2.1 in bar zu gewährenden Ruhegehalts-/Hinterbliebenenbezügen und 7.2.2 sonstigen Leistungen (z.B. Dienstwagen, Nutzung von Büroräumen etc.) nebst Gegenwert in bar 7.3 im Geschäftsjahr erworbenen Pensionsansprüchen 7.4 bestehenden Pensionsansprüchen zum Geschäftsjahresende unterschieden nach <ol style="list-style-type: none"> 7.4.1 in bar zu gewährenden Ruhegehalts-/Hinterbliebenenbezügen und 7.4.2 sonstigen Leistungen (z.B. Dienstwagen, Nutzung von Büroräumen etc.) nebst Gegenwert in bar 7.5 hierfür im Geschäftsjahr aufgewandtem oder zurückgestelltem Betrag |
|---|---|

Anreizsysteme für Bankmanager

Im Verlauf der Subprime-Krise ist eine öffentliche Diskussion über Anreizsysteme für Bankmanager entbrannt. Kritisiert wird insbesondere, dass derzeit implementierte Bonussysteme zu sehr an kurzfristigen Zielen orientiert seien und Manager zur übermäßigen Risikopräferenz verleiten; dies widerspreche den langfristigen Interessen der Aktionäre.

gen Anreizwirkung zu Interessenkonflikten zwischen Managern und Aktionären. Langfristige Anreize werden dagegen durch die aktienbasierte Vergütung geschaffen, welche oft erst nach einer mehrjährigen Sperrfrist in Geld getauscht werden kann.

Anhand eines einfachen Beispiels zeigen wir, wie sich unterschiedliche Vergütungsstrukturen, das heißt unter-

Ablauf der Transaktion alle kumulierten Überschüsse nach Abzug der Managervergütung.

Bei einer Entlohnung, welche nur aus einem fixen Grundgehalt und einer Bonuszahlung besteht, wählt der Manager bei kleinen Partizipationsraten stets die schlechteste Portfolioqualität. Dies hängt mit dem Optionscharakter der Bonuszahlung zusammen. Sie stellt im Prinzip eine Kaufoption auf die Portfolio-Gewinne dar. Der Wert dieser Option steigt mit dem Risiko. Allerdings vermindert ein steigendes Bonusrisiko auch den erwarteten Nutzen des Managers, sofern er dieses nicht absichern kann. Bei niedriger Partizipationsrate profitiert der Manager, wenn er die schlechteste Portfolioqualität wählt, weil sein Risiko gering ist und somit der erwartete Gewinn den maßgeblichen Einfluss ausübt. Dieser ist bei schlechter Portfolioqualität höher. Die Aktionäre, dem Ausfallrisiko voll ausgesetzt, bevorzugen eher eine mittlere Qualität. Ein Interessenkonflikt besteht. Um diesen zu lösen, gibt es zwei Möglichkeiten.



Grundsätzlich besteht die Vergütung eines Bankmanagers aus drei Komponenten: einem fixen Grundgehalt (inklusive Pensionszusagen und Sachleistungen), einer erfolgsabhängigen jährlichen Bonuszahlung in bar und einer aktienbasierten Vergütung. Der Geschäftsbericht der schweizer Bank UBS zum Beispiel weist aus, dass sich das Gehalt des Topmanagements im Jahr 2007 zu 22 Prozent aus dem Grundgehalt, zu 50 Prozent aus Bonuszahlungen und zu 28 Prozent aus gesperrten oder eingeschränkt verfügbaren Aktien zusammensetzte.

Interessenkonflikte zwischen Managern und Aktionären

Das Grundgehalt macht nur einen kleinen Teil des Gesamtgehalts aus. Ungefähr die Hälfte der Gesamtvergütung entfällt auf jährliche Bonuszahlungen. Sie können an das Erreichen von unternehmensweiten und individuellen Zielen im abgelaufenen Geschäftsjahr gekoppelt sein. Bonuszahlungen führen jedoch aufgrund ihrer kurzfristi-

gen Anreizwirkung zu Interessenkonflikten zwischen Managern und Aktionären. Langfristige Anreize werden dagegen durch die aktienbasierte Vergütung geschaffen, welche oft erst nach einer mehrjährigen Sperrfrist in Geld getauscht werden kann. Anhand eines einfachen Beispiels zeigen wir, wie sich unterschiedliche Vergütungsstrukturen, das heißt unter-

schiedliche Kombinationen der drei Vergütungsbestandteile, auf die Risikopräferenz eines Bankmanagers auswirken. Dazu betrachten wir einen Kreditportfoliomanager, der zwischen mehreren Kreditportfolios mit unterschiedlicher Qualität wählen kann. Das beste Portfolio besteht ausschließlich aus Krediten mit AAA-Rating und das schlechteste aus Krediten mit B-Rating. Je schlechter die Kreditqualität ist, desto höher ist die Ausfallwahrscheinlichkeit und der Kreditzinssatz.

Steigendes Bonusrisiko

Zunächst gehen wir davon aus, dass das Portfolio ausschließlich mit Eigenkapital finanziert wird. Hierfür werden Kosten in Höhe des Refinanzierungszinssatzes der Bank verrechnet. Die jährliche Bonuszahlung des Managers errechnet sich dann aus dem Portfolioertrag (Zinseinnahmen minus auftretende Verluste minus Finanzierungskosten) multipliziert mit einer Partizipationsrate. Der Bonus kann nicht negativ werden. Die Aktionäre erhalten nach

Aktienbasierte Vergütung als Konfliktlösung

Erstens kann die Partizipationsrate des Managers erhöht werden. Wird im Gegenzug das Grundgehalt nach unten korrigiert, sodass der erwartete Nutzen aus dem Gesamteinkommen gleich bleibt, steigt der riskante Vergütungsanteil. Für den Manager, der die erwartete Bonusauszahlung gegen das Bonusrisiko abwägt, ergibt sich ein Anreiz, bessere Portfolioqualitäten zu wählen. Zweitens können die Aktionäre den Manager zusätzlich am Endvermögen beteiligen. Dies entspricht einer aktienbasierten Vergütung. Auch hierdurch steigt der riskante Vergütungsanteil und der Manager wählt eine bessere Qualität. Außerdem trägt er dann auch die Ausfallrisiken insoweit vollständig mit. Somit muss bei einer Vergütungsstruktur, die aus den oben genannten drei Komponenten besteht, der riskante Vergütungsanteil hinreichend hoch sein. Dadurch hat der Manager einen

Anreiz, in bessere Portfolioqualitäten zu investieren und damit im Sinne der Aktionäre zu handeln.

Erlaubt man dem Manager zusätzlich zur Wahl der Portfolioqualität das Portfoliovolumen durch Aufnahme von Fremdkapital zu erhöhen, beobachtet man einerseits einen ähnlichen Effekt, andererseits jedoch eine starke Tendenz zur Übernahme hoher Risiken. Bei gegebenem Grundgehalt und niedriger Partizipationsrate wählt der Manager bei kleinem Volumen, also bei niedrigem Verschuldungsgrad, ein schlechteres Portfolio als bei großem Volumen. Bei großem Volumen trifft ihn das Bonusrisiko relativ stärker, sodass er eine bessere Portfolioqualität vorzieht. Andererseits profitiert der Manager bei gegebener Portfolioqualität stets von einer Erhöhung des Leverages. Sein Bonus wächst mit dem Portfoliovolumen. Im ungünstigen Grenzfall bleibt er bei Null. Folglich steigt der erwartete Nutzen seines Einkommens mit dem Leverage. Hier liegt die Problematik eines solchen Bonussystems.

Selbst wenn der Manager bei hohem Leverage ausschließlich in gute Portfolioqualität investiert, erhöht er das In-

solvenzrisiko der Bank und gefährdet die Finanzstabilität gerade in Krisenzeiten erheblich. Ein solches Verhalten konnten wir in der Zeit vor der Subprime-Krise beobachten. Beispiele hierfür sind die Structured Investment Vehicles (SIVs) und ABCP-Conduits. Sie weisen typischerweise einen hohen Verschuldungsgrad auf und investieren hauptsächlich in Anleihen höchster Bonität. Die SIVs haben zur Auslösung der Subprime-Krise beigetragen, da ihr geringes Eigenkapital sehr schnell aufgezehrt wurde. Die ABCP-Conduits, die ohne Eigenkapital arbeiten, mussten feststellen, dass die Finanzierung durch Commercial Paper zusammenbrach.

Strafen für hohe Verschuldung

Um zu verhindern, dass Bankmanager einen hohen Verschuldungsgrad wählen, kann man zusätzliche Malus-Komponenten in das Vergütungssystem aufnehmen. Sie bestrafen einen hohen Verschuldungsgrad und damit ein hohes Insolvenzrisiko. Das kann zum Beispiel durch eine Kündigungsklausel geschehen, die die Entlassung

des Managers vorsieht, wenn ein vereinbarter Anteil des Eigenkapitals von Verlusten aufgezehrt wird. Auch kann in die Bemessungsgrundlage des Bonus eine Strafe für hohe Verschuldung eingebaut werden.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Wirkung einzelner Vergütungskomponenten stark von der Risikoeinstellung des Managers und seinen Handlungsmöglichkeiten abhängt. Ein optimales Vergütungssystem ist nicht allgemein bestimmbar. Dennoch ist es wichtig, dass das Vergütungssystem den Manager von einer Übernahme hoher Risiken durch Maluskomponenten abhält. Auch sollten die Marktteilnehmer Informationen über das Vergütungssystem erhalten, damit sie die gesetzten Anreize und das daraus resultierende Bankrisiko besser einschätzen können.

Günter Franke und Julia Hein

Literatur

Institute of International Finance (July 2008), *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations*.

UBS AG (2007), *Annual Report*.

Werden immaterielle Werte am Aktienmarkt vollständig bewertet?

Die im folgenden vorgestellten Studie untersucht den Zusammenhang zwischen Mitarbeiterzufriedenheit und langfristiger Aktienperformance. Die Aktien der vom Magazin Fortune gekürten „100 Besten Arbeitgeber in Amerika“ erzielen signifikante Überrenditen. Zwischen 1998 und 2005 erreichte ein Portfolio aus diesen Unternehmen eine durchschnittliche Wertsteigerung von 14 Prozent pro Jahr. Dieser Zuwachs entspricht mehr als dem Doppelten des jährlichen Wertzuwachses des Gesamtmarktes. Die den Mitarbeitern zufolge „besten Unternehmen“ zeigen in Boomphasen genauso wie in Rezessionen eine konsistente Outperformance.

Diese Resultate sind auch bei Einbeziehung verschiedener Kontrollvariablen robust.

Die Studie zeigt, dass die Outperformance der „besten Arbeitgeber nicht darauf zurückzuführen ist, dass es den Branchen, in denen sie aktiv waren, zufällig gut ging. Auch kann die Studie ausräumen, dass die „besten Unternehmen“ Merkmale besitzen, die mit höheren Aktienrenditen korrelieren.

Anstelle von Bilanzkennzahlen werden in der Studie Aktienrenditen als zu erklärende Variablen verwendet. Dies hat verschiedene Gründe. Durch Aktienrenditen kann der Sachverhalt der umgekehrten Kausalität beleuchtet

werden, dass heißt der Umstand, dass möglicherweise die profitableren Unternehmen langfristig zufriedener Mitarbeiter haben als die weniger profitablen. Die Gewinne eines Unternehmens sollten bereits in den aktuellen Aktienkurs eingegangen sein. Somit dürfte ein profitables Unternehmen in Zukunft keine noch höheren Kursgewinne generieren.

Ferner kann die Mitarbeiterzufriedenheit den Shareholder Value auch über andere Kanäle verbessern, die sich nicht direkt in der Bilanz niederschlagen, so etwa durch die Einführung neuer Produkte oder die Einreichung von Patentanträgen. Schließlich be-

fasst sich die hier dargestellte Arbeit damit, wie der Aktienmarkt die Mitarbeiterzufriedenheit bewertet und wie sich eine auf Mitarbeiterzufriedenheit basierende Handelsstrategie im Hinblick auf die Portfoliorenditen auswirkt.

Mitarbeiterzufriedenheit und Shareholder Value

Eine erste Hypothese der Studie ist, dass die Mitarbeiterzufriedenheit positiv mit dem Shareholder Value korreliert. Dies ist nicht so naheliegend, wie es scheint. In der Vergangenheit wur-

gegebenfalls dazu verwenden, die Mitgliedschaft im Golfclub zu erwerben. Dies legt nahe, dass Mitarbeiter gänzlich in Form von Geld entlohnt werden sollten, statt in Form von besseren Arbeitsbedingungen. So konnte Bargeld zu Beginn des 20. Jahrhunderts die Mitarbeiter tatsächlich am stärksten motivieren. Angesichts ihrer schlechten wirtschaftlichen Situation war den Arbeitern in erster Linie daran gelegen, ihre physischen Bedürfnisse wie etwa Nahrung und Unterkunft zu decken. Dies konnte am besten mit Geld erreicht werden.



den Mitarbeiter häufig als Kostenfaktor betrachtet, die sich nicht wesentlich von anderen Kostenfaktoren wie etwa Rohstoffen unterscheiden. Oft waren die Strategien der Unternehmen darauf ausgelegt, die Leistung der Arbeiter zu maximieren und gleichzeitig deren Entlohnung zu minimieren (im Hinblick auf Löhne und Gehälter sowie Arbeitsbedingungen). Somit könnte eine höhere Zufriedenheit ein nicht-finanzieller Indikator einer fehlenden Kosteneffizienz sein. Es gab keinen Anlass, die Mitarbeiter im Unternehmen zu halten und deshalb die Mitarbeiterzufriedenheit zu steigern. Denn die Mitarbeiter verrichteten in der Regel einfache Arbeiten und sie waren leicht zu ersetzen.

Darüber hinaus kann die Mitarbeiterzufriedenheit im Vergleich zur finanziellen Vergütung eine ineffiziente Form der Entlohnung darstellen. Dies gilt auch für bestimmte Boni für Manager, wie beispielsweise die Mitgliedschaft in Golfclubs. Der Manager ist gezwungen, den Bonus zu nutzen, auch wenn ihm dieser nichts bedeutet. Bargeld kann er dagegen frei eintauschen und

Doch die Welt hat sich verändert. Theorien zu Mitarbeitermotivation besagen, dass die Zufriedenheit in modernen Unternehmen eine wirksame Form der Entlohnung sei. Geld könne Mitarbeiter nur bis zu einem gewissen Punkt wirksam motivieren. Sobald die physischen Bedürfnisse der Mitarbeiter wie etwa Nahrung und Wohnung gedeckt seien, seien nicht finanzielle Faktoren wie Anerkennung und Selbstachtung geeigneter, Mitarbeiter zu motivieren.

Mitarbeiterzufriedenheit kann eine Form der Entlohnung darstellen. Heutzutage werden Mitarbeiter vermehrt zu Kreativität und Eigeninitiative aufgefordert. Da diese Kompetenzen schwer messbar sind ist das traditionelle Motivationsinstrument der ergebnisorientierten Vergütung häufig fehl am Platz. Somit gewinnt eine hohe Zufriedenheit bei der Schaffung intrinsischer Motivation zunehmend an Bedeutung. Zufriedene Mitarbeiter identifizieren sich mit ihrem Unternehmen und verinnerlichen dessen Ziele. Daher werden sie sich auch in Abwesenheit extrinsischer Anreize bereitwillig anstrengen. Zudem

können wichtige Mitarbeiter durch ein hohes Maß an Mitarbeiterzufriedenheit im Unternehmen gehalten werden.

Marktbewertung immaterieller Werte

Auch wenn sich die Unternehmensleitung der Vorteile bewusst ist, die sich langfristig aus einer Investition in Humankapital ergeben, kann dennoch zu wenig in die Mitarbeiter investiert werden. Denn die Investitionen in Humankapital sind unmittelbar in Form von Gewinneinbußen ersichtlich. Die Vorteile der Investition zeigen sich aber häufig erst nach Jahren. Daher könnten immaterielle Investitionen zunächst die Gewinne und somit auch die Aktienkurse schmälern. Da niedrige Aktienkurse das Risiko einer feindlichen Übernahme erhöhen und den Wert der Manageraktien und -aktienoptionen im Unternehmen reduzieren, wird die Unternehmensleitung eine Investition vermeiden, obwohl diese langfristig Vorteile bringt.

Diese vermuteten Probleme beruhen auf der Annahme, dass sich die Vorteile einer Investition in die Mitarbeiterzufriedenheit dem Markt nur schwer vermitteln lassen. Aus diesem Grunde analysiert die hier beschriebene Studie eine weithin bekannte, öffentlich zugängliche Erhebung, die eine unabhängige Bestätigung der immateriellen Werte eines Unternehmens darstellt. Ferner erstelle ich das Aktien-Portfolio erst einen Monat nach der Veröffentlichung der Fortune-Liste. So hat der Markt Zeit, zu reagieren. Würde der Markt den Inhalt der Fortune-Liste vollständig berücksichtigen, hätten keine Überrenditen bei den in der Studie erstellten Portfolios festgestellt werden dürfen. Indem die Studie zeigen kann, dass immaterielle Werte nicht vollständig in den Marktpreisen integriert sind, belegt sie, dass immaterielle Werte nicht in den Aktienkursen enthalten sind. Dies unterstützt Thesen, die von zu kurzfristigen Managerentscheidungen ausgehen.

Nachhaltige Kapitalanlagen

Die traditionelle Betrachtungsweise der Finanzmarkttheorie geht davon aus, dass die Ausrichtung auf nachhaltige

Kapitalanlagen zu einer Reduktion der Portfolioerrenditen führt. Denn die spezielle Aktienauswahl in Bezug auf ethische, soziale oder ökologische Kriterien beschränkt die Auswahl des Investors. Die Investoren stehen somit vor einer „Entweder-Oder“-Entscheidung. Entweder versuchen sie, größtmögliche Gewinne zu erzielen. Oder sie versuchen primär nicht finanzielle Ziele wie zum Beispiel die Wahrung gesellschaftlicher Verantwortung zu verfolgen – auf Kosten der Gewinne. Tatsächlich zeigten verschiedene Studien, dass nachhaltige Kapitalanlagen das Anlageergebnis entweder schmälern oder dass die Anlage sich bestenfalls nicht auf das Ergebnis auswirkt. Die vorliegende Studie zeigt, dass eine Aktienauswahl auf Grundlage der Mitarbeiterzufriedenheit die Gewinne der Investoren steigern kann. Dies könnte Investoren in die Lage versetzen, „Gutes zu tun und gut damit zu fahren.“

Diskussion der Ergebnisse der Studie

Kausalität: Zwar belegen die Ergebnisse eine statistisch und ökonomisch signifikante Beziehung zwischen Mitarbeiterzufriedenheit und Aktienrenditen. Daraus ergeben sich jedoch keine tragfähigen Ergebnisse bezüglich der Kausalität. Durch die Verwendung von Aktienrenditen als abhängige Variable wird die Gefahr einer umgekehrten Kausalität von den Kursveränderungen der Aktien zur Mitarbeiterzufriedenheit im Modellansatz hinreichend berücksichtigt. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass eine dritte, latente Variable, etwa die Managementqualität, sowohl die Mitarbeiterzufriedenheit als auch die Kursperformance beeinflusst. Es ist aber nicht möglich, nicht direkt beobachtbare Einflussgrö-

ßen zu berücksichtigen. Dies hat allerdings keine Auswirkung auf die Schlussfolgerungen bezüglich der profitablen Handelsstrategie und der fehlenden Berücksichtigung der immateriellen Investitionen in den Marktpreisen. Eine umgekehrte Kausalität würde allerdings bedeuten, dass Unternehmen nicht davon ausgehen sollten, ihre Unternehmensperformance steigern zu können, indem sie die Zufriedenheit verbessern, ohne zum Beispiel auch die Qualität des Managements zu verbessern.

Generalisierbarkeit im Hinblick auf Mitarbeiterzufriedenheit: Die Fortune-Erhebung erfasst nur 100 Unternehmen pro Jahr, also diejenigen, mit der höchsten Mitarbeiterzufriedenheit. Möglicherweise ist diese kleine Stichprobe nicht repräsentativ, um die generelle Wirkung der Mitarbeiterzufriedenheit auf die Aktienrenditen hinreichend zu messen. Vorstellbar ist, dass die Zufriedenheit nur bei einer sehr großen Ausprägung eine Rolle spielt, nicht aber bei Unternehmen, mit geringeren Werten für Mitarbeiterzufriedenheit.

Generalisierbarkeit im Hinblick auf Nachhaltige Kapitalanlagen: Die Ergebnisse belegen lediglich, dass eine Strategie, die auf einem Screening bezüglich der Mitarbeiterzufriedenheit beruht, außerordentliche Gewinne einbringen kann. Es können keinerlei Schlussfolgerungen bezüglich der Rentabilität von nachhaltigen Kapitalanlagen im Allgemeinen gezogen werden, insbesondere nicht bei Verwendung alternativer Screenings, etwa unter Verwendung von ökologischen oder gesellschaftlichen Kriterien.

Eine Kurzversion der Studie befindet sich in englischer Sprache im Internet unter: <http://ssrn.com/abstract=985735>

Alex Edmans

Die Autoren

Alex Edmans

Assistant Professor of Finance, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, USA.

Prof. Dr. Dr. h.c. Günter Franke

Inhaber des Lehrstuhls für Internationales Finanzmanagement an der Universität Konstanz, Leiter des „Center of Finance and Econometrics“ an der Universität Konstanz, Koordinator der DFG-Forschungsgruppe „Preis-, Liquiditäts- und Kreditrisiken: Messung und Verteilung“ sowie Forschungsprofessor am ZEW.

Julia Hein

Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Internationales Finanzmanagement an der Universität Konstanz.

Ulrich Hocker

Hauptgeschäftsführer der Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW).

Urszula Pustelnik

Mitarbeiterin bei Kienbaum Management Consultants, maßgeblich an der Erstellung der Studie „Mid- und Long Term Incentive Pläne 2007/2008“ beteiligt.

Dr. Karl-Friedrich Raible

Kienbaum Management Consultants, Principal, Compensation Consulting, beschäftigt sich seit Jahren mit der Ausgestaltung von performanceorientierten Vergütungssystemen für Führungskräfte, insbesondere von Vorständen und Geschäftsführern.

Dr. Michael Schröder

Leiter des Forschungsbereichs „Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement“, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim.

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

IMPRESSUM

Schwerpunkt Stock Option Watch – Redaktion und Verantwortung:

Dr. Michael Schröder (ZEW), Telefon 0621/1235-140, Telefax 0621/1235-223, E-Mail schroeder@zew.de

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim

L 7, 1 · 68161 Mannheim · Postfach 10 34 43 · 68034 Mannheim

Telefon 0621/1235-01 · Fax 0621/1235-224 · Internet: www.zew.de, www.zew.eu

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars

© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2006