

REMO SCHMID

PETRA GLOOR

ALEXANDER F. WAGNER

VARIABLE VERGÜTUNG MIT STRATEGISCHER AKTIENZUTEILUNG

Ein einfaches, langfristig orientiertes Vergütungssystem

Einerseits soll variable Vergütung die Erreichung von Zwischenzielen auf dem Weg zur strategischen Zielerreichung honorieren; andererseits soll die langfristige Ausrichtung auf Wertgenerierung gesichert sein. Mit den heutigen Incentive-Systemen wird oft nicht die gewünschte Wirkung erzielt. Wir stellen ein System von «Strategischen Aktienzuteilungen» («Stock Awards for Right Strategy», STARS) vor, das diese beiden Ziele miteinander verknüpft.

1. EINLEITUNG

In diesem Artikel entwickeln wir – motiviert durch Probleme bei den heute üblichen Anreizsystemen – ein einfaches konzeptionelles Werkzeug der variablen Vergütung, sogenannte «Strategische Aktienzuteilungen» (STARS). Dieses Konzept ist auf die konkrete Situation eines Unternehmens abstimmbare und dennoch ausreichend generell, um quer über Unternehmen hinweg verstanden und akzeptiert zu werden.

Wir beginnen in Abschnitt 2 mit der Beurteilung der Rolle von Vergütungssystemen aus Corporate-Governance-Sicht. Sodann nehmen wir in Abschnitt 3 eine Klärung des Begriffs «variable Vergütung» vor. Diskussionen über Vergütung werden typischerweise statisch, also auf ein Jahr bezogen, geführt. Tatsächlich aber braucht es für ein dynamisches Problem wie das der Sicherung der nachhaltigen Unternehmensperformance einen dynamischen Ansatz. Der Hauptteil des Artikels, Abschnitt 4, widmet sich unserem Ansatz der STARS. Das Kernelement dieses Long-Term-Incentive-Systems ist, dass einerseits Jahresziele konkret bezüglich der strategischen Ziele der Organisation gewählt und kommuniziert werden und dass andererseits das Erreichen der Ziele zumindest zu einem grossen Teil mit Aktienzuteilungen, und nur zu einem relativ kleinen Teil mit Cash, honoriert werden soll. Insbesondere wenn die Aktien sofort in das Eigentum des Managers übergehen, braucht es eine Ergänzung der Vergütungsstrukturen mit Share Ownership Guidelines. Weiter plädieren wir für eine explizite Analyse und

Offenlegung der Veränderung der Vermögensposition des Managers in Aktien des Unternehmens. Wir diskutieren Unterschiede und Vorteile dieses Systems gegenüber typischen *Restricted Share Units (RSUs)* und *Performance Share Units (PSUs)*. Abschnitt 5 schliesst mit einigen weitergehenden Überlegungen.

2. CORPORATE GOVERNANCE, UNTERNEHMENSZWECK UND AKTIONÄRSWERT

Bei der Gestaltung der variablen Vergütungsstrukturen ist auch die Frage zu stellen, was überhaupt das Ziel eines privatwirtschaftlichen Unternehmens sein soll. Dazu wiederum dient ein breiterer Blick auf die Rolle der Corporate Governance. Diese beschäftigt sich mit der Art und Weise, wie jene Personen und Gruppen, die Unternehmen Finanz- und Humankapital zur Verfügung stellen, sicherstellen, dass sie einen angemessenen Return aus ihren Investitionen erhalten [1]. Mit dieser Definition sind zunächst zwei «Lieferanten» von Kapital – im Folgenden Kapitalgeber im weiteren Sinn genannt – angesprochen: Erstens die Aktionäre und Fremdkapitalgeber (die Investoren, also die Kapitalgeber im engeren Sinn) und zweitens die Manager und Mitarbeitenden. Die erste Gruppe stellt Eigen- und Fremdkapital zur Verfügung; im weiteren Sinne gehören dazu beispielsweise auch Lieferanten. Die zweite Gruppe stellt Humankapital zur Verfügung. Doch auch eine dritte Gruppe, die Kunden und die Gesellschaft im Allgemeinen, verdient Be-



REMO SCHMID,
PARTNER,
PWC, ZÜRICH



PETRA GLOOR,
SENIOR MANAGER,
PWC, ZÜRICH

achtung: diese Stakeholder erteilen einer Unternehmung eine «Licence to operate». Alle drei Gruppen erwarten einen Return: die Investoren in finanzieller Form [2]; die Manager und Mitarbeitenden in finanzieller und persönlicher Form; die Gesellschaft in Form ausreichender Qualität der Produkte und Dienstleistungen, eines verantwortungsvollen Umgangs mit öffentlichen Gütern sowie in Form der Schaffung von Arbeitsplätzen [3]. Wird eine dieser Gruppen nachhaltig nicht zufriedengestellt, wird diese Gruppe früher oder später nicht mehr bereit sein, die Existenz der Organisation zu sichern.

Es gibt Spannungsfelder zwischen den verschiedenen Kapitalgebern. Besonders augenscheinlich und bekannt ist dies beim hier im Zentrum stehenden Verhältnis zwischen Aktionären und Managern [4]. Gemäss Prinzipal-Agenten-Modell ist es aber möglich, einen effizienten («second-best») Vertrag zwischen Eigentümer und Manager aufzusetzen, um dieses Risiko zu minimieren und das Handeln der Manager auf die langfristige Steigerung des Unternehmenswerts auszurichten. Ein wesentlicher Bestandteil dieses optimalen Vertrags ist der Einsatz eines Anreizsystems [5].

Auch in der Schweiz kommen sowohl in kotierten als auch nicht kotierten Gesellschaften solche Systeme zum Einsatz. Dabei muss(t)en die Aktionäre jedoch die anderen Anspruchsgruppen mitberücksichtigen. Denn bei einer Vernachlässigung der Anspruchsgruppen kann kein maximaler Wert für die Aktionäre geschaffen werden. Die alte Frage von Shareholder Value vs. Stakeholder Value ist also eigentlich keine Frage des «Entweder-Oder». Vielmehr soll die Maximierung des Shareholder Value durch geeignete Anreizsysteme unter der Nebenbedingung erfolgen, dass auch die anderen Anspruchsgruppen einen ausreichenden Return on Investment erhalten, um bereit zu sein, weiter «mitzuspielen».

Obwohl Anreizsysteme theoretisch überzeugen, sorgen sich viele Beobachter, dass die Anreizsetzung in der Praxis nicht wie gewünscht funktioniert. Es gibt verzerrte Anreize, zu kurzfristig wirkende Anreize und Anreize, die das Eingehen exzessiver Risiken fördern. Nicht selten ist die Zielsetzung und -messung für den *Verwaltungsrat* (VR) und den Vergütungsausschuss eine grosse Herausforderung. Ferner führt der Komplexitätsgrad heutiger Systeme zu Verständnisproblemen bei Investoren, aber auch bei den Managern selbst [6].

Entsprechend drängt beispielsweise der Norwegische Staatsfonds, einer der einflussreichsten Investoren der Welt, in einem Positionspapier zum Thema CEO-Vergütung auf eine radikale Überarbeitung der Managementvergütung und argumentiert, dass die von vielen Unternehmen favori-

sierten langfristigen Anreizsysteme fehlerhaft sind, und Long-Term-Incentive-Programme mit Leistungskriterien abgeschafft werden sollen. Stattdessen sollen Vergütungsmodelle im Vordergrund stehen, welche auf hohe und langfristige Beteiligungen ausgerichtet sind [7]. Auch das hier vorgestellte System nimmt die Beteiligung am Aktionärswert als zentrale Richtlinie, anerkennt aber die Bedeutung

«Es gibt einige wenige Unternehmen in der Schweiz, die die <Payouts> von früheren LTIPs darstellen, doch sind dies nach wie vor Ausnahmen.»

von operativen Zielen, deren Erreichung vom Management auf laufender Basis durch spezifische Handlungen beeinflusst werden kann. Bevor wir auf dieses System eingehen, werden im folgenden Abschnitt der Begriff der variablen Vergütung und ihre Einbettung in eine dynamische Betrachtung näher beschrieben.

3. DIE BEDEUTUNG EINER MEHRPERIODEN-BETRACHTUNG

Es erscheint zunächst einfach, variable Vergütung schlicht im Gegensatz zur fixen Vergütung – also dem Basislohn bzw. fixen Lohnbestandteilen – zu sehen. Variable Entschädigung soll die Führungskräfte auf unternehmerisches Verhalten ausrichten und diese am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens beteiligen. Trotz dieser grundsätzlich einfachen Idee kommt es oft zu Begriffsverwirrungen. Statt allgemein von variabler Vergütung zu sprechen, kann es hilfreich sein, die «von vergangener Performance abhängige Vergütung» (retrospektiv variable Vergütung) von der «von zukünftiger Performance abhängigen Vergütung» (prospektiv variable Vergütung) zu unterscheiden (vgl. *Abbildung 1*).

Zu einem gegebenen Zeitpunkt erhält ein Manager (neben dem fixen Salär sowie anderen fixen Beträgen) sowohl Vergütungszahlungen, die von vergangener Leistung abhängen, als auch Elemente, die für zukünftige Leistungen incentivieren sollen. Entscheidend ist nun in einer dynamischen Betrachtung, dass die ausbezahlte «variable Belohnung» in einem gegebenen Jahr das Ergebnis der Incentivierung aus dem Vorjahr/den Vorjahren ist.

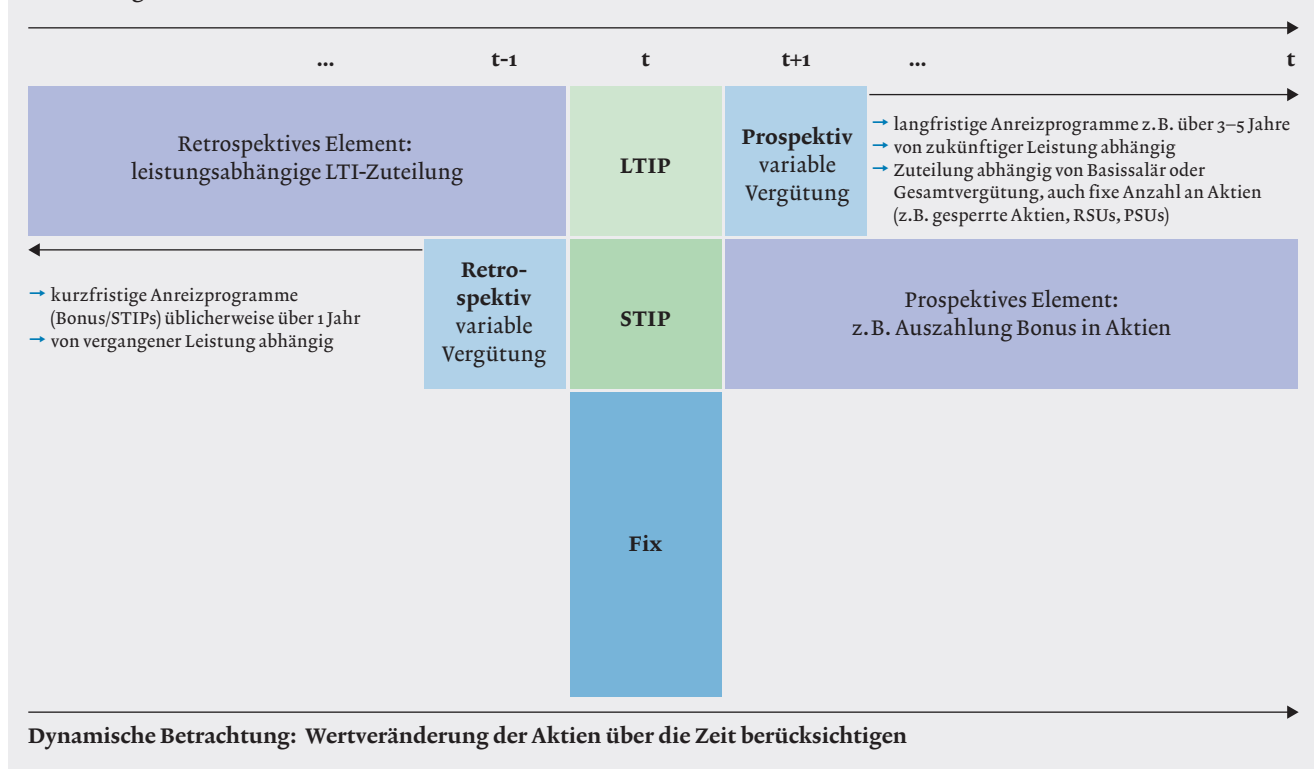
Üblich ist eine Unterscheidung zwischen kurzfristigen und langfristigen Anreizprogrammen (*Short-term Incentive Plans*, *STIPs* und *Long-term Incentive Plans*, *LTIPs*). Konkret werden darunter oft Einjahres- oder Mehrjahresprogramme verstanden. Diese Unterscheidung ist aber deswegen irreführend oder zumindest einschränkend, weil ja auch die Einjahresprogramme insgesamt auf den Wert der Unternehmung und damit auf langfristige Aspekte ausgerichtet sein sollen. Zudem kann auch die LTI-Zuteilung von Leistungsbedingungen abhängen.

Zusätzliche Komplexität entsteht durch die übliche Offenlegung von Vergütungsbeträgen in der Schweiz: so werden



ALEXANDER F. WAGNER,
PROF. DR.,
PROFESSOR FÜR FINANCE,
INSTITUT FÜR BANKING
UND FINANCE, UNIVERSITÄT
ZÜRICH, INDEPENDENT
COUNSEL, PWC, ZÜRICH

Abbildung 1: RETROSPEKTIV UND PROSPEKTIV VARIABLE VERGÜTUNG



bei langfristigen Vergütungsplänen (LTIPs) üblicherweise nur Grant Values offengelegt (im Gegensatz zu anderen Ländern wie Deutschland, wo auch die tatsächlich ausbezahlten Beträge offengelegt werden). Es gibt einige wenige Unternehmen in der Schweiz, die die «Payouts» von früheren LTIPs darstellen, doch sind dies nach wie vor Ausnahmen. Bei jahresbezogenen Bonuszahlungen (STIPs) hingegen erfolgt die Zielvereinbarung zeitlich so, dass das Bonusprogramm nicht als «Grant», sondern nur mit der Auszahlung offengelegt wird [8].

Weiter spielt die Art der «Delivery» des Bonus eine Rolle. Wurde der Bonus früher ausschliesslich in bar ausbezahlt, wird heute vielfach bei Führungskräften ein Teil (oder alles) in (gesperrten) Aktien vergütet [9]. Dort verschwimmt dann die Grenze zu langfristigen Anreizprogrammen. Die Bezahlung in Form von Aktien ist zwar oft durch die richtige Idee – eine Orientierung am langfristigen Unternehmenswert – motiviert. Tatsächlich aber kommt es häufig zu einer «Fire and forget»-Einstellung, bei der die Wertentwicklung von einmal gemachten Aktienzuteilungen nicht weiter verfolgt wird. Zentral für unser weiter hinten vorgeschlagenes System ist hingegen eine vollständige dynamische Betrachtung. Bei dieser wird die Veränderung des Werts einmal zugeteilter Aktien für die Beurteilung der Gesamtausrichtung auf den langfristigen Unternehmenswert ebenfalls herangezogen.

Ein Aktienprogramm, bei dem ein CEO unabhängig von seiner Leistung in einem bestimmten Jahr einen fixen Betrag in Aktien (oder eine festgelegte Stückzahl an Aktien) erhält, gilt nicht als von vergangener Leistung abhängige variable Vergütung. Zwar ist die Aktienzuteilung an sich fix und somit auch das Vergütungselement, doch schwankt der Wert dieser

Aktienzuteilung, den man in der Zukunft realisieren kann. Damit entfaltet auch ein solches Programm eine Anreizwirkung, die durch eine Darstellung der Veränderung von Vermögenspositionen des CEO berücksichtigt werden kann.

Insgesamt folgern wir aus diesen Beobachtungen, dass weder der VR noch das Management noch die Aktionäre noch irgendein Stakeholder ein ausreichendes Bild von der Incentivierung und der Ausrichtung des Managements auf eine nachhaltige Unternehmenswertentwicklung erhalten

«Eine ganzheitliche Beurteilung der variablen Vergütung benötigt eine mehrjährige Betrachtung und einen Bezug zur Strategie des Unternehmens.»

kann, wenn ausschliesslich Jahresgrössen (Grant Values für LTIPs, Paid Values für STIPs) offengelegt werden. Eine ganzheitliche Beurteilung der variablen Vergütung benötigt eine mehrjährige Betrachtung und einen Bezug zur Strategie des Unternehmens.

4. STRATEGISCHE VARIABLE VERGÜTUNG

4.1 Der langfristige Aktienwert als Schlüsselgrösse – und doch der Bedarf nach operativen Zielen. Unser Vorschlag geht einerseits davon aus, dass die langfristige Aktienkursentwicklung als Indikator für die langfristige Wertschöpfung verwendet werden kann. Alle wertrelevanten

Informationen spiegeln sich – zwar vielleicht nicht sofort, aber doch mit überschaubarer Verzögerung [10] – im Aktienkurs (bzw. im Wert des Eigenkapitals im Fall von nicht kotierten Gesellschaften [11]) wider. Andererseits erscheint es wichtig, das Management auch – im Sinne von «pay for strategy» – für die Erreichung von strategischen bzw. operativen Zielen, die mit der Strategie des Unternehmens im Einklang stehen, zu entschädigen. So werden Verzerrungen bei konkreten Geschäftsentscheiden (oder eben auch bei Vergütungselementen) durch eine allfällig länger anhaltende, rein marktgetriebene (Falsch-)Bewertung der Unternehmung vermieden [12].

4.2 Bekannte Modelle: RSUs und PSUs. Zwei klassische und heute oft eingesetzte Vehikel zur aktienbasierten Vergütung sind Restricted Share Units (RSUs) und Performance Share Units (PSUs). RSUs stellen eine unentgeltliche Übertragung von Aktien in der Zukunft dar, wenn der Mitarbeitende über einen mehrjährigen Zeitraum beim Unternehmen angestellt bleibt. Hier wird sozusagen ausschliesslich darauf gehofft, dass alle Informationen (rechtzeitig) in den Aktienkurs Eingang finden. Das Management wird nicht auf konkrete strategische Entscheide und Handlungen hin incentiviert. Insofern handelt es sich um ein «VR-Hands-Off»-Vergütungsinstrument mit Anbindungscharakter.

Hingegen gehen bei PSUs (bisweilen auch einfach Performance-Aktien genannt) zusätzlich zum geforderten Arbeitsverhältnis nur nach Zielerreichung während einer Performance-Periode die Aktien in das Eigentum des Managers über. Als Leistungsbedingung werden oft die Aktienkursrendite (Total Shareholder Return) oder auch Gewinn pro Aktie (Earnings per Share) über einen Zeitraum von drei bis vier Jahren gemessen, also Ziele, die entweder sehr nahe an der «Bottom line» sind oder tatsächlich die (Aktionärs-)Ver-

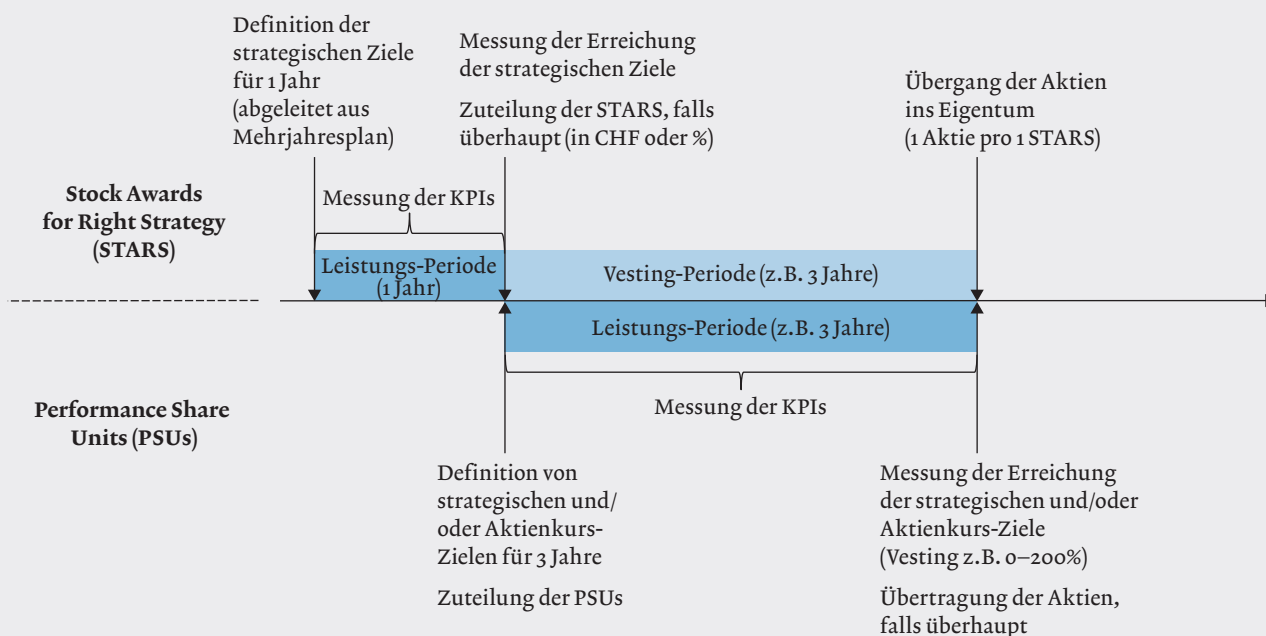
mögensposition darstellen [13]. [Zur Frage, ob Ziele absolut oder relativ formuliert sein sollen, siehe den Exkurs im separaten Kasten.] Während bei den RSUs für jedes Anrecht bei Vesting nach Zeitablauf eine Aktie zugeteilt wird, wird bei den PSUs normalerweise ein Hebel eingebaut, der bei Zielübererreichung bis zu zwei oder sogar 2,5 Aktien pro Anrecht liefern kann – wobei es bei Zielverfehlung auch 0 Aktien sein können. Vom Auszahlungsprofil her entpuppen sich PSUs somit als optionsähnliche Instrumente, da die Führungskräfte im best case überproportional an der Aktienkurssteigerung partizipieren können. Dem Optionscharakter gleich ist auch das Risiko, dass der Manager aus seinen Anrechten nie etwas ausbezahlt bekommt, wenn der Schwellenwert nicht erreicht wird (wie bei der Option, wenn der Aktienkurs nicht über dem Ausübungspreis liegt). Der VR muss in einer Gesamtbetrachtung eine kritische Abwägung vornehmen, ob solch ein Hebel-Instrument mit der Unternehmensstrategie sowie Vergütungspolitik in Einklang steht.

4.3 STARS

4.3.1 Grundprinzip. Unser Vorschlag der Stock Awards for Right Strategy (STARS) verwendet Aktien als Belohnung für vergangene strategisch relevante Zielerreichung [14]. *Abbildung 2* illustriert den typischen zeitlichen Ablauf. Der Sachverhalt, dass ein Bonus in Form von Aktien gewährt werden kann, ist per se nicht neu. Entscheidend ist im hier vorgestellten System die spezifische Anbindung der Ziele an die strategischen Ziele der Unternehmung und die Berücksichtigung der Dynamik der Vermögensentwicklung des Managers. Diese beiden Punkte werden im Folgenden näher erläutert.

4.3.2 Der Verwaltungsrat als Kapitän. STARS sind «VR-Hands-On»-Instrumente. Sie stellen die Rolle des VR, die Gesellschaft in die Zukunft zu führen, ins Zentrum. Die den

Abbildung 2: ZEITLICHER ABLAUF BEI STARS UND PSUS



Exkurs: **DAS PROBLEM DER RELATIVEN LEISTUNGSBEMESSUNG**

Soll die Leistung relativ oder absolut bemessen werden? Die einfache Lehrmeinung ist: die eigene Leistung soll nicht isoliert beurteilt werden, sondern im Vergleich zu einer passenden Vergleichsgruppe oder einem geeigneten Marktindex. Unternehmen in einer ähnlichen Branche unterliegen vergleichbaren externen Einflüssen, wie Entwicklung der Aktienmärkte oder länderspezifische Entwicklungen (z. B. Wechselkurse), welche für die Leistungsbeurteilung herausgefiltert werden sollen. Die relative Bemessung entspricht dem intuitiven Verständnis, wonach Manager nicht für «Dinge ausserhalb ihres Einflussbereichs» bestraft (oder belohnt) werden sollten.

Die relative Leistungsbeurteilung hat aber grundsätzliche Schwächen, die über das Risiko eines opportunistischen Verhaltens des Managements bei der Wahl der Vergleichsfirmen oder das Fehlen einer robusten Vergleichsgruppe hinausgehen. Für Aussenstehende ist es beispielsweise schwer nachvollziehbar, dass einem Manager ein hoher Bonus ausbezahlt wird, nur weil sich seine Firma mit einer Performance von minus 30% besser geschlagen hat als die Vergleichsfirmen mit einem Minus von 40%. Die Tatsache, dass das System das Ergebnis als vergleichsweise gute Leistung belohnt, ist nicht einfach zu kommunizieren.

Auch die Verwendung eines Vergütungsmodells, bei der sich die Höhe des variablen Teils aus dem Ranking in der Gruppe ergibt, kann unerwünschte Nebenwirkungen haben. So kann es beispielsweise zu einer übermässigen

Risikobereitschaft bei den Mitarbeitenden kommen, wenn das System so kalibriert wird, dass es keine (oder nur eine geringe) Auszahlung an die Planteilnehmer gibt, wenn die Firma das Mindestranking nicht erreicht (z. B. kein Vesting, wenn die Firmen nicht mindestens den Median der Gruppe erreicht).

Die Anreizsetzung des Modells kommt auch dort an seine Grenzen, wo das Individuum die Wirkung aushebeln kann. Dies kann an einem Beispiel veranschaulicht werden, bei dem die variable Vergütung eines CEO einer Bank an die Aktienkursentwicklung im Vergleich zu einem Branchenindex geknüpft ist. Ökonomisch entspricht dies einer Long-Position (Käuferposition) auf die Performance der eigenen Bank und einer Short-Position (Verkäuferposition) auf die Performance des Index. Indem der CEO eine Long-Position auf den Index eingeht, kann er sich einfach gegen das Risiko aus dem Index absichern. Zwar verbietet das Planreglement in der Regel ein solches Hedging, doch kann es realistischerweise nicht ganz ausgeschlossen werden (zumal der CEO anstatt den Index selbst einfach nur genügend korrelierte Produkte kaufen muss, um sich ähnlich abzusichern).

Eine relative Leistungsbeurteilung hat also durchaus Tücken. Die viel verwendeten Peer-Group-Modelle können in gewissen Fällen funktionieren, sind aber unter gewissen Umständen nicht nur unwirksam, sondern auch kontraproduktiv. Bevor ein solches Modell eingeführt wird, sollte man die Nebenwirkungen und Risiken verstehen.

STARS zugrunde liegenden strategischen Ziele müssen auf das konkrete Geschäftsmodell der Unternehmung abgestimmt sein. Ein VR mag beispielsweise zum Schluss kommen, dass Digitalisierung ein wichtiges Thema für sein Unternehmen ist. Daraus können spezifische Einjahres-Ziele abgeleitet werden. Ultimativ wird dieser Aspekt auch in die

«STARS stellen die Rolle des Verwaltungsrats, die Gesellschaft in die Zukunft zu führen, ins Zentrum.»

Cashflows und dann in den Aktienkurs Eingang finden. Ein VR muss jedoch in der Lage sein, eine klare strategische Vision für das Unternehmen mit entsprechenden strategischen Zielsetzungen zu konkretisieren – auch wenn diese vielleicht temporär oder sogar mittelfristig nicht vom Aktienmarkt honoriert werden. Es braucht einen (teilweise schwierigen) Balance-Akt: Der VR und das Management dürfen und können sich nicht völlig von den Bedürfnissen der Aktionäre entkoppeln. Es erscheint uns jedoch gerade in immer kurzfristiger orientierten Finanzmärkten wichtig, dass mutige Verwaltungsräte eigenständig die strategischen Zielsetzungen für ihre Unternehmen verfolgen und diese mit adäquaten

Vergütungssystemen unterlegen und begründen. STARS diktiert keine «Best Practice» für die Ziele: Welches spezifische Set von Leistungsindikatoren die Erreichung von strategischen (Zwischen-)Zielen am besten dokumentiert, ist von der konkreten Situation eines Unternehmens abhängig.

4.3.3 *Dynamische Darstellungen erleichtern dynamisches Denken.*

Bei konsistentem Einsatz von STARS über die Zeit werden Manager eine unter Umständen substanzielle Aktienposition aus mehreren Jahren aufbauen. Über den Vermögenswert auf die eigenen (oder zukünftig zuzuteilenden) Aktien spürt das Management die Veränderungen des Geschäftsganges (gemessen am Aktienkurs) mittels der Auswirkung auf das im Unternehmen gebundene Vermögen. Es ist daher essenziell, dass diese Vermögensveränderungen auch in die Vergütungsdiskussion mit einfließen [15]. Neben der resultierenden Signalwirkung nach aussen gilt es, den Vermögenswert auch nach innen zu kommunizieren. Es ist üblich, den Mitarbeitenden eine jährliche Übersicht über ihre Gesamtvergütung zur Verfügung zu stellen. In der Regel wird jedoch nicht die Wertveränderung bei ausstehenden Beteiligungsrechten berücksichtigt (z. B. Wertveränderungen auf gesperrte Mitarbeiteraktien). Gerade bei Managern mit umfangreichen Aktienpositionen können diese Wertschwankungen erheblich sein. Eine solche vollständige Übersicht

wäre sowohl für die Führungskräfte als auch für den Verwaltungsrat und den Vergütungsausschuss hilfreich [16].

4.3.4 Share Ownership Guidelines. In Abbildung 2 wird dargestellt, dass STARS nach Allokation noch über z. B. drei Jahre verdient werden müssen, d. h. dass die Aktienzuteilung nur bei einem aktiven Arbeitsverhältnis am Ende der (Vesting-) Periode erfolgt. Dies macht Sinn im Hinblick auf die gewünschte langfristige Orientierung des Managements. Es ist aber auch möglich, gesperrte oder ungesperrte Aktien sofort ins Eigentum zu übertragen – wenn sich das Management im Gegenzug dazu verpflichtet, nach einer gewissen Zeit eine gewisse Anzahl oder ein gewisses Vermögen an Aktien am eigenen Unternehmen aufzubauen und zu halten. Solche Vorgaben («Share Ownership Guidelines») werden heute von den grossen Gesellschaften immer häufiger eingesetzt, bei mittelgrossen sind sie weniger verbreitet, bei kleinen noch sehr selten.

5. SCHLUSSBEMERKUNGEN

Unser zentrales Anliegen ist, die Vergütungsmodelle zu vereinfachen [17], und gleichzeitig eine oft fehlende oder zumindest vernachlässigte dynamische Komponente einzuführen. Das Modell der STARS erreicht diese beiden Ziele.

Wir haben das System «losgelöst» von möglicherweise in bestimmten Situationen zwingenden Elementen analysiert. Auch gibt es Situationen, in denen ein zu starker Equity-Fokus nicht zielführend ist. So ist es etwa in hoch verschuldeten Unternehmen wichtig, auch «Inside Debt» zu verwenden, Manager also auch dazu anzureizen, den Wert des Fremdkapitals direkt (und nicht nur indirekt über den Wert des Eigenkapitals) zu berücksichtigen [18]. Zudem können aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen die Ausgestaltungsfreiheit einschränken, was vor allem für Gesellschaften im Finanzsektor zutrifft. Nicht behandelt werden in diesem Artikel spezifische steuerrechtliche Aspekte [19]. Dennoch ist es sinnvoll, bisweilen das «Grüne-Wiese-System» zu betrachten, um zu verstehen, wie weit und in welchen Punkten ein aktuell gegebenes System davon abweicht und ob dies gewünscht ist.

Ein vernünftiges und langfristig orientiertes Vergütungssystem ist keine hinreichende, sondern eine notwendige Bedingung für eine auf Wertgenerierung orientierte Corporate Governance. Der Verwaltungsrat muss eine ganzheitliche Sichtweise einnehmen, die das Design des Vergütungssystems, die Zusammensetzung des Verwaltungsrats, das Shareholder Engagement und das Value Reporting in einen engen Zusammenhang stellt. ■

Anmerkungen: 1) Übersetzt aus Wagner, A./Wenk, C. (2016), Corporate Governance: Beyond Best Practice, Swiss Finance Institute White Paper. Diese Definition ist eine Erweiterung der traditionellen Definition von Shleifer/Vishny, die ausschliesslich auf (Finanz-)Kapitalgeber fokussiert, siehe Shleifer, A./Vishny, R. (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52, 737–783. **2)** Auch Kapitalgeber mögen natürlich «motiviert» sein und einen gewissen «Impact» ihrer Investitionen anstreben. **3)** Nicht näher diskutieren wir die Rolle von Medien, Stimmrechtsberatern, Rating-Agenturen und (Vergütungs-)Beratern. **4)** Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305–360. Für einen Überblick siehe auch Gabaix, X./Edmans, A./Jenter, D. (2017), Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence, in Hermalin, B./Weisbach, M. S., Hrsg.: *Handbook of the Economics of Corporate Governance*. **5)** Wir betrachten in diesem Artikel monetäre Anreizsysteme, betonen aber, dass nicht-monetäre Anreize sowie soziale Normen ebenfalls eine grosse Rolle im Gesamtkontext einer Unternehmung spielen. Bei der Anreizsetzung sind auch indirekte Leistungsanreize zu beachten, wie z. B. «Career Concerns». Siehe PricewaterhouseCoopers, 2017, Executive Compensation and Corporate Governance: Insights 2017, <https://www.pwc.ch/en/insights/hr/exco-insights.html>. **6)** Siehe Murphy, K./Jensen, M. C. (2011), CEO Bonus Plans: And how to fix them, Harvard Business School Working Paper. Siehe für eine Umfrage bei Investoren und Unternehmen auch SWIPRA, (2017), Corporate Governance Survey 2017, available at www.swipra.ch. **7)** Ein erheblicher Teil der jährlichen Gesamtvergütung der CEO sollte in Form von Aktien gewährt werden, die für mindestens fünf, vorzugsweise zehn Jahre gesperrt sind. Siehe Norges Bank Investment Management (NBIM), CEO Remuneration Position Paper, 7 April 2017. <https://www.nbim.no/en/responsibility/our-voting-records/position-papers/ceo-remuneration>. **8)** Betrachten wir ein Unternehmen mit Fiskaljahr

gleich Kalenderjahr. Dort werden z. B. im Oktober des Jahres t-1 die Ziele für das Jahr t festgelegt. Die Auszahlung erfolgt dann im Februar des Jahres t+1. Aufgrund des Accrual-Principles wird im Vergütungsbericht für das Jahr t, der z. B. im März des Jahres t+1 erscheint, die (allenfalls geschätzte) Auszahlung im Februar t+1, nicht der «expected value» im Oktober t-1 offengelegt. **9)** PricewaterhouseCoopers, 2017, *ibid.* **10)** Auf die alte, grundsätzliche Frage der Effizienz von Märkten kann hier nicht näher eingegangen werden. **11)** Der Aktienkurs ist natürlich nur bei kotierten Gesellschaften unmittelbar und einfach verfügbar. Doch auch bei nicht kotierten Gesellschaften ist es möglich und sinnvoll, den Wert des Eigenkapitals im Rahmen eines umfassenden Wertmanagements auf laufender Basis zu ermitteln. In diesem Fall stellt sich allerdings die Frage der Markteffizienz nicht bzw. erst dann, wenn es tatsächlich zu einer Transaktion kommen soll. **12)** Das Ausmass, in dem strategische und operative Zielerreichungen sowie erwartete Cashflows im Marktpreis reflektiert sind, variiert von Unternehmen zu Unternehmen (auch wenn beispielsweise der Schweizer Aktienmarkt insgesamt recht [informations-]effizient sein mag). Dies hängt u. a. mit der Transparenz zusammen, mit der ein Unternehmen informiert: Durch aktives Value Reporting legen Unternehmen ihre Strategien deutlich dar, sie identifizieren die relevanten Werttreiber, und sie berichten mit überprüfbareren Kennzahlen über ihre Fortschritte bei der Strategieumsetzung. Selbstverständlich hat das Management bei schlechter Performance in der Tendenz einen Anreiz, bei der Klarheit der Berichterstattung Zurückhaltung zu üben. Hier liegt es am VR, für ein konsistentes Value Reporting zu sorgen. Langfristig macht es sich bezahlt (auch durch niedrigere Kapitalkosten), Vertrauen der Investoren durch konsistent verlässliche (Finanz-)Berichterstattung zu fördern. **13)** Global Equity Insights 2017, Global Equity Organization (GEO), https://www.equity-insights.org/reports/Global_Equity_Insights_2017.pdf. **14)** Ob in einem bestimmten Jahr bei z. B. einer Zielerreichung von X% ein Multiple von einer Zahl

von Aktien oder ein Multiple eines bestimmten Betrags in Aktien übertragen wird, ist in gewisser Weise Geschmackssache. Ein Nachteil der Definition in z. B. CHF ist, dass, wenn der Aktienkurs zufälligerweise gerade niedrig ist, eine hohe Zahl von Aktien übertragen wird. **15)** Siehe dazu auch The purposeful company, Executive Remuneration Report, February 2017, Big Innovation Centre, http://biginnovationcentre.com/media/uploads/pdf/TPC_ExecutiveRemunerationReport_26Feb.pdf. Vgl. insb. S. 45: «Disclosure regulations should, therefore, be reformed, better to show the link between pay and performance, taking account of previously granted equity. To effect this, as well as disclosing the single figure of pay, the company should show the wealth impact: the pre-tax change in value over the reporting year of previously granted vested and unvested equity awards. The absolute £ value of the total shareholder return over the year should also be disclosed. These items should be disclosed for the last ten years alongside the current requirement to disclose the single figure and vesting history.» **16)** Nach vergangener guter Performance hat ein Manager mehr «Skin in the Game»: Hat er früher mehr erhalten, hat ein Einbruch der operativen Performance später nicht nur niedrigere «Flow»-Compensation, sondern auch einen grösseren Vermögensverlust zur Folge. Ein VR muss daher auch etwaige entstehende ungewollte Risikoanreize im Blick behalten. **17)** Ein weiterer Vorteil einer Vereinfachung ist es, dass Manager einfacheren Anreizsystemen höheren Wert zumessen bzw. den Wert von Vergütung in komplexen Systemen mehr abdiskontieren. **18)** Siehe Edmans, A./Qi, L. (2011), Inside Debt, *Review of Finance* 15, 75–102 und Chesney, M./Stromberg, J./Wagner, A. (2017), Managerial incentives to take asset risk, Swiss Finance Institute Research Paper, welche die Anreizwirkung von Aktien in hochverschuldeten Unternehmen diskutieren. **19)** In der Schweiz erfolgt die Besteuerung im Zeitpunkt der effektiven Aktienübertragung. Unterliegen die Aktien einer Sperrfrist, kann steuerlich ein Diskont auf den Aktienwert geltend gemacht werden.