OPEN ACCESS
OPUS AUGSBURG

Universität Augsburg
Universitätsbibliothek

Langfristorientierung der Unternehmensführung und bonusbankorientierte Entlohnungssysteme

Iris Bergmann, Wolfgang Schultze, Andreas Weiler

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Bergmann, Iris, Wolfgang Schultze, and Andreas Weiler. 2012. "Langfristorientierung der Unternehmensführung und bonusbankorientierte Entlohnungssysteme." *Controlling* 24 (10): 554–60. https://doi.org/10.15358/0935-0381-2012-10-554.

Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under these conditions:
Deutsches Urheberrecht
Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:
https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publiz/

Langfristorientierung der Unternehmensführung und bonusbankorientierte Entlohnungssysteme

Iris Bergmann, Wolfgang Schultze und Andreas Weiler

Die Finanzmarktkrise hat zu einer Diskussion der Vergütung von Managern geführt. Zur Sicherstellung einer langfristigen Orientierung von Führungsentscheidungen wird insbesondere das Konzept der Bonusbank empfohlen. Hierbei werden Bonuszahlungen erst zeitversetzt an das Management ausbezahlt. Allerdings existieren bislang keine Untersuchungen darüber, wie die Gutschriften und anschließenden Auszahlungen einer Bonusbank konkret gestaltet werden müssen, um tatsächlich Anreize für eine nachhaltige Unternehmenswertsteigerung zu bewirken. Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, konkrete Handlungsempfehlungen für Unternehmen und Regulatoren hinsichtlich der Gestaltung von Vergütungssystemen abzuleiten, die eine langfristige Denkweise in Unternehmen ermöglichen.

1. Einleitung

Die Aufarbeitung der weltweiten Finanzmarktkrise hat zu einer kritischen Diskussion vorherrschender Vergütungssysteme von Vorständen und Führungskräften geführt. Das Europäische Parlament sieht insbesondere ungeeignete Vergütungsstrukturen im Bankensektor als eine Hauptursache für die Aufnahme überzogener Risiken an, die zur Finanzmarktkrise geführt haben (vgl. Richtlinie 2010/76/EU). Gegenwärtige Vergütungssysteme werden dahingehend kritisiert, ein kurzfristiges Denken des Managements zu induzieren. Die Anbindung von Bonuszahlungen an Größen wie Umsatz, Gewinn oder andere periodische Performancemaße kann dazu führen, dass sich Manager weniger am langfristigen Wohl des Unternehmens als an kurzfristigen Zielen orientieren. Dies liegt daran, dass solche periodischen Performancemaße langfristige Auswirkungen von Führungsentscheidungen nur sehr unzureichend abzubilden vermögen. Werden Manager auf der Basis dieser periodenbezogenen Maße beurteilt und vergütet, so entsteht ein Anreiz, lohnende Investitionsprojekte, die sich kurzfristig nachteilig, langfristig aber positiv auf den Unternehmenserfolg auswirken, zu unterlassen. Auch bestehen Anreize, überhöhte Risiken einzugehen, die das Potenzial haben, sich kurzfristig stark positiv auszuwirken. Die damit verbundenen Folgen treten dagegen erst deutlich später ein oder wirken nicht in gleicher Weise belastend für die Entlohnung der Entscheider. Durch die „leistungsorientierte“ Beurteilung und Entlohnung auf der Grundlage periodischer Kennzahlen können daher Fehlanreize entstehen, die kurzfristigen Performancegrößen und Bonuszahlungen zu Lasten der langfristigen Unternehmensentwicklung zu maximieren. Um diesem Problem der Kurzfristorientierung zu begegnen, muss ein optimales Anreizsystem auch die langfristigen Konsequenzen der Entscheidungen von Managern erfassen.

Vor diesem Hintergrund wurden von Regulatoren, Empfehlungen und rechtliche Rahmenbedingungen hinsichtlich der Gestaltung von Vergütungssystemen geschaffen, die zu einer langfristigeren Orientierung von Managern führen sollen. Die Richtlinie des Europäischen Parlaments zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor (vgl. Richtlinie 2010/76/EU, Abs. 7–9) sieht vor, dass die Leistungsbeurteilung über einen langfristigen Horizont von mindestens 3 bis 5 Jahren erfolgen muss und die Auszahlung eines substanziellen Teils (40 bis 60 %) der leistungsorientierten Vergütung mit zeit-

licher Verzögerung erfolgen muss. Diesen Vorgaben folgt auch die europäische Bankenaufsicht in ihren im Dezember 2010 veröffentlichten Vergütungsrichtlinien (vgl. *Committee of European Banking Supervisors*, 2010, S. 59 ff.). In Deutschland hat mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) im Juni 2009 der Gedanke der Nachhaltigkeit expliziten Eingang sowohl in das Aktiengesetz als auch in den Corporate Governance Kodex gefunden (vgl. *Werder*, 2011, S. 55). Nach § 87 Abs. 1 Satz 2 AktG ist zukünftig die Vergütungsstruktur bei börsenorientierten Unternehmen auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten. Näher spezifiziert wird dieses Prinzip im Bericht der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2010, S. 25 f.), wonach sich Vergütungsmodalitäten auf einen längeren Zeitraum beziehen sollen, um kurzfristige Schwankungen des Unternehmenserfolgs auszugleichen. Zusätzlich sollen variable Vergütungsbestandteile nach § 87 Abs. 1 Satz 3 AktG eine mehrjährige Bemessungsgrundlage haben.

Der Idee, Bonuszahlungen auf einer mehrjährigen Bemessungsgrundlage basieren zu lassen, kann bspw. durch das Konzept einer Bonusbank Rechnung getragen werden. Bei einer Bonusbank werden Boni nicht unmittelbar, sondern erst zeitversetzt ausbezahlt. Die spätere Auszahlung des vormals gutgeschriebenen Bonus bewirkt allein keine Langfristorientierung – hierzu müssen Bedingungen festgelegt werden, von denen die Auszahlung abhängig gemacht wird und eventuell auch verwehrt werden kann. Die Verzögerung der Auszahlung von Boni folgt der Idee, dass kurzfristig die Grundlage für die Ermittlung der Boni „überhöht" sein kann, d. h. bestimmte noch nicht realisierte Ergebnisbestandteile später wieder wegfallen oder sich ins Gegenteil verkehren können wie bspw. unrealisierte Bewertungserfolge von Wertpapieren. Dies macht es aber erforderlich, nicht nur denselben Bonusbetrag später auszubezahlen, sondern ihn tatsächlich einer Überprüfung auf „Überhöhung" zu unterziehen, d. h. die spätere Performance der ursprünglich der Bonusgutschrift zugrunde liegenden gegenüberzustellen. Zugleich müssen aber die für die Leistungsbeurteilung verwendeten Performancegrößen auch die positiven langfristigen Auswirkungen heutiger Entscheidungen abbilden, um eine Ausrichtung des Managements an den langfristigen Zielen der Eigentümer zu erreichen. Die einer Bonusbank zugrunde liegenden Performancegrößen müssen daher sowohl Unternehmenswertänderungen messen als auch einen Abgleich zwischen geplanten und realisierten Größen ermöglichen. Bonusbanken dienen damit der Absicherung, da die Boni nur dann ausbezahlt werden, wenn prognostizierte positive Entwicklungen tatsächlich eintreten (vgl. *Hostettler/Stern*, 2007, S. 179).

Der Beitrag zeigt auf, wie der Einsatz einer Bonusbank in Verbindung mit einem mehrperiodischen Steuerungskonzept, dem Residualen Ökonomischem Gewinn (RÖG), eine Orientierung des Managements an nachhaltiger Unternehmenswertsteigerung incentivieren kann. Der RÖG als Steuerungskennzahl ist in der Lage, sowohl die Wertgenerierung anzuzeigen als auch einen Performanceabgleich zwischen geplanten und realisierten Größen zu ermöglichen (vgl. *Schultze/Weiler*, 2010). Ziel des Beitrags ist es, konkrete Handlungsempfehlungen für Unternehmen und Regulatoren hinsichtlich der Gestaltung der Gutschriften und Auszahlungen einer Bonusbank abzuleiten, um eine langfristige Denkweise in Unternehmen zu erreichen.

Im nächsten Abschnitt werden der Grundgedanke und die relevanten Gestaltungsparameter einer Bonusbank näher erläutert. Abschnitt 3 entwickelt das Steuerungskonzept des RÖG. Darauf aufbauend wird in Abschnitt 4 aufgezeigt, wie eine Bonusbank auf Basis des RÖG dazu eingesetzt werden kann, langfristige Investitionsentscheidungen von Managern zu incentivieren.

2. Ziele und Gestaltungsparameter einer Bonusbank

Bonusbanken als Vergütungsinstrumente werden seit längerer Zeit von Beratungsgesellschaften empfohlen. Dabei gehen insbesondere drei Zielsetzungen mit der Implementierung einer Bonusbank einher: (i) Glättung der Bonuszahlungen; (ii) Orientierung des Managements an der langfristigen Unternehmensentwicklung und (iii) Bonus sowie Malus sollen gleichermaßen im Vergütungsinstrument berücksichtigt werden (vgl. *Stewart*, 1991, S. 235 ff.; *Ehrbar*, 1998, S. 93 ff.; *Hostettler/Stern*, 2007, S. 175 ff.). Allerdings ist bislang noch unklar, unter welchen Voraussetzungen tatsächlich eine Langfristorientierung des Managements erreicht wird. Im Kontext der wertorientierten Unternehmensführung wird hierunter verstanden, dass sich ein Manager unabhängig von seinen persönlichen Präferenzen hinsichtlich Zeit oder Risiko an der langfristigen Unternehmenswertentwicklung und damit dem Kapitalwert von Investitionen orientiert (Zielkongruenz).

Charakteristisch für eine Bonusbank ist, dass ein Bonus nicht direkt an den Manager ausbezahlt wird. Stattdessen wird der Bonus auf einem „Konto" gutgeschrieben und abhängig von der späteren Performance des Unternehmens wieder an den Manager ausbezahlt (vgl. *Stewart*, 1991, S. 235 ff.). Zusätzlich sind ein Anfangsbestand und der Kapitalkostensatz, auf Basis dessen der Kontostand verzinst wird, weitere Gestaltungsparameter einer Bonusbank. Das Startkapital einer Bonusbank kann bspw. auch durch den Manager direkt einbezahlt werden. Dies würde dazu führen, dass ein Manager mit seinem Privatvermögen in das Unternehmen investiert. Damit wird durch die Bonusbank eine Partnerschaft des Managements im Unternehmen angestrebt. Interessanterweise sehen nur *Plaschke* (2003) und *Witzemann/Currle* (2004) die Möglichkeit vor, dass der Kontostand auf Basis der Kapitalkosten des Unternehmens verzinst wird. Die Verzinsung des Kontostands führt unter der Voraussetzung gleicher Kapitalkostensätze zwischen Unternehmen und Manager dazu, dass der Manager indifferent zwischen einer unmittelbaren Auszahlung und dem Einbehalt des Bonus in der Bonusbank ist.

Mithilfe einer Bonusbank können negative Entwicklungen der Performance im Sinne eines Malus auf der Bonusbank berücksichtigt werden. Die negativen Gutschriften bzw. Belastungen werden mit vorher aufgebauten Boni verrechnet. Der Manager wird so auch an der negativen Entwicklung beteiligt, ohne dass er eine Einzahlung (Rückzahlung von Boni) leisten müsste, die ohnehin aufgrund von in der Praxis üblichen Haftungsbeschränkungen nicht durchsetzbar wäre. Praxisbeispiele hierfür sind Unternehmen wie die *UBS* AG oder *Deutsche Bank* AG, die zeitversetzte Auszahlungspläne inklusive einer Malus-Regelung nutzen.

Die zentrale Frage bei der Gestaltung einer Bonusbank ist, auf welcher Basis die Performance des Unternehmens ermittelt wird und wodurch die Gutschriften und anschließenden Auszahlungen bei einer Bonusbank festgelegt werden. Von Beratungsgesellschaften wird zur Messung der Performance in Verbindung mit bonusbankorientierten Vergütungssystemen häufig das Residualgewinnkonzept, also ein Gewinn nach Berücksichtigung von Kapitalkosten, angewandt (vgl. *Witzemann/Currle*, 2004, S. 631 ff.). Dazu gehören u. a. das EVA®-Konzept der Beratungsfirma *Stern Stewart* oder das CVA-Konzept der *Boston Consulting Group*. Der Grund für die Bedeutung des Residualgewinnkonzepts für die wertorientierte Steuerung liegt in der Verbindung zum Kapitalwert einer Investition (vgl. *Lücke*, 1955). Allerdings besteht dieser Zusammenhang nur zum Barwert der erwarteten künftigen Residualgewinne, nicht zum Residualgewinn einer einzelnen vergangenen Periode. *Hostettler/Stern* (2007) schlagen zusätzlich vor, dass bei der Bestimmung des Bonus ein Soll-/Ist-Vergleich zugrunde gelegt werden sollte. Damit hängen Bonuszahlungen an den Manager sowohl von vergangenen als auch aktuellen Residualgewinnen ab. Dies ändert jedoch nichts an der Tatsache, dass der periodisch ermittelte Residualgewinn selbst keine Informationen über erzielte bzw. geplante Wertsteigerungen liefert. Auch die unterschiedlichen Ergebnisse empirischer Studien zum Zusammenhang zwischen Erfolgsgrößen wie dem Residualgewinn und Kapitalmarktdaten (vgl. für einen Überblick z. B. *Schremper/Pälchen*, 2001) bestätigen diese Aussage. Allein unter der restriktiven Annahme, dass bis in die Unendlichkeit konstante Residualgewinne erwirtschaftet werden, ist der periodische Residualgewinn indikativ für die Wertgenerierung. Als Konsequenz liefert der Einsatz residualgewinnbasierter Performancegrößen einerseits fehlerhafte Informationen für die innerbetriebliche Steuerung und schafft andererseits Anreize für eine kurzfristige Ergebnisoptimierung seitens der Manager. Diese kann zu Lasten einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung erfolgen und daher zu einer Wertvernichtung aus Sicht der Eigentümer führen. Bei der Gestaltung einer Bonusbank muss es folglich das Ziel sein, auf einer Performancegröße aufzusetzen, die tatsächliche Informationen über die geplante Wertgenerierung und die anschließende Wertrealisierung liefert. Wie die folgenden Abschnitte zeigen, können Bonusbanken auf Basis der Performancegröße „Residualer Ökonomischer Gewinn" Zielkongruenz im Sinne einer Orientierung an langfristiger Wertschaffung sicherstellen.

3. Konzept des Residualen Ökonomischen Gewinns

Aus Sicht externer Anteilseigner besteht die Unternehmenswertsteigerung vor allem aus Kurssteigerungen (ΔUW) und Ausschüttungen (Div), dem so genannten Total Return to Shareholders (TRS) (vgl. *Coenenberg* et al., 2003, S. 35), der sich als absolute Größe wie folgt ergibt:

$$TRS_t = Div_t + \Delta UW_t$$

Für eine Kontrollrechnung zur internen Steuerung ist aber nicht die gesamte Höhe der Wertsteigerung relevant, sondern nur der Teil, der die Kapitalkosten übersteigt. Um sicherzustellen, dass die geplante Wertsteigerung erzielt wird bzw. der TRS die geplante Höhe erreicht, sind in der Kontrollrechnung die Verzinsung des Unternehmenswertes am Periodenanfang als Kapitalkosten abzusetzen. *Schultze/Weiler* (2007) zeigen, dass sich diese extern beobachtbare Wertmessung unter Annahme von Kapitalmarkteffizienz, d. h. der Kurs- bzw. Börsenwert eines Unternehmens entspricht dem fundamentalen Unternehmenswert, sowie der Gültigkeit des Kongruenzprinzips in der folgenden internen Steuerungskennzahl abbilden lässt:

$$RÖG_t = RG_t + \Delta GW_t - r \times GW_{t-1}$$

Diese Kontrollgröße wird als Residualer Ökonomischer Gewinn (RÖG) bezeichnet und setzt sich aus dem Residualgewinn (RG), der Veränderung des originären Goodwill (GW) und den Kapitalkosten (r) auf den originären Goodwill der Vorperiode zusammen. *Laux* (2006, S. 110) und *Drukarczyk/Schüler* (2007, S. 438 ff.) verwenden hierfür den Begriff „ökonomischer Gewinn nach (kalkulatorischen) Zinsen". Dieser wird mithilfe von Ausschüttungen, der Unternehmenswertänderung und Kapitalkosten auf den Unternehmenswert ermittelt und führt zum gleichen Ergebnis wie obige Berechnung (vgl. *Schultze/Weiler*, 2010, S. 773 f.). Ein positiver RÖG entsteht, wenn das Management neue Projekte mit positivem Kapitalwert durchführt. Der Entscheider kann an dieser Leistungskennzahl direkt ablesen, ob die geplante Wertsteigerung für die Eigner umgesetzt werden konnte, indem er den Residualgewinn zuzüglich der Wertsteigerung des originären Goodwill nach adäquater Verzinsung betrachtet. An dieser Stelle wird deutlich, dass ein periodischer Residualgewinn nicht in der Lage ist, die Wertgenerierung einer Periode anzuzeigen. Ein einzelner Residualgewinn misst lediglich die Erwirtschaftung der Überschüsse, die bereits bei Durchführung der Investition zu einer Wertsteigerung geführt haben. Zusätzliche Wertgenerierung, die sich in einer positiven Veränderung des Goodwills niederschlägt, wird im RÖG erfasst.

Anhand eines Beispiels wird im Folgenden die Interpretation dieser Steuerungsgröße verdeutlicht: Der Manager einer dezentralen Unternehmensdivision hat die Möglichkeit, ein Investitionsprojekt durchzuführen, das mit einer Investitionsauszahlung von 1.000 TGE über die nächsten 4 Jahre operative Cashflows i. H. v. 325 TGE erwirtschaftet. Bei einem Kapitalkostensatz von 10 % beträgt der Barwert der erwarteten Free Cashflows (FCF) 30,21 TGE und entspricht dem Kapitalwert der Investition. Das Projekt ist folglich wertschaffend und sollte durchgeführt werden. Der Kapitalwert lässt sich aufgrund der Barwertkompatibilität von Residualgewinnen ebenso durch Diskontierung der erwarteten Residualgewinne

in TGE	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**
Free Cashflow$_t$	-1.000	325	325	325	325
- Abschreibung$_t$ (linear)		-250	-250	-250	-250
= Gewinn$_t$		75	75	75	75
geb. Kapital$_t$	1.000	750	500	250	0
- Kapitalkosten (10 %)		-100	-75	-50	-25
= Residualgewinn$_t$		-25	0	25	50
Barwert RG	**30,21**	58,23	64,05	45,45	0,00
Endwert RG	0,00	-25,00	-27,50	-5,25	**44,23**

Abb. 1: Ausgangssituation

ermitteln. Es wird deutlich, dass die Entscheidung, das Projekt durchzuführen, unabhängig vom Vorzeichen einzelner periodischer Residualgewinne ist. In t = 1 ist dies bspw. negativ, obwohl die Investition aus Eigentümersicht insgesamt wertsteigernd ist (vgl. Abb. 1).

Eine Steuerungsgröße muss nun einerseits die Erwirtschaftung dieser Beträge überwachen, d. h. ob die ursprünglich geplanten Residualgewinne (bzw. Cashflows) verdient wurden. Dies erfolgt durch Gegenüberstellung der Plangrößen mit den tatsächlich realisierten Werten. Andererseits muss die Steuerungsgröße Erwartungsänderungen hinsichtlich der zukünftigen Erfolge in Form von zusätzlicher Wertschaffung/-vernichtung anzeigen. Belegt man folglich auch den Kapitalwert, d. h. den Goodwill, mit Kapitalkosten und bezieht seine Wertveränderungen mit ein, so ergibt sich die in Abb. 2 abgebildete Kontrollrechnung auf Basis der Steuerungsgröße RÖG.

in TGE	0	1	2	3	4
RG_t	0	-25	0	25	50
GW_t	30,21	58,23	64,05	45,45	0,00
ΔGW_t	30,21	28,02	5,82	-18,60	-45,45
$r \times GW_{t-1}$	0	3,02	5,82	6,40	4,55
$RÖG_t$	30,21	0,00	0,00	0,00	0,00

Abb. 2: Residualer Ökonomischer Gewinn

in TGE	0	1	2	3	4
FCF_t	-1.000	325	300	375	325
RG_t		-25	-25	75	50
GW_t	30,21	58,23	109,50	45,45	0,00
ΔGW	30,21	28,02	51,28	-64,05	-45,45
$r \times GW_{t-1}$	0	3,02	5,82	10,95	4,55
$RÖG_t$	30,21	0,00	20,45	0,00	0,00

Abb. 3: Residualer Ökonomischer Gewinn bei Soll-/Ist-Abweichung in t = 2 und Erwartungsänderung in t = 3

Der Goodwill stellt den Barwert der zukünftig erwarteten Residualgewinne dar. Folglich ist dieser in der letzten Periode (t = 4) des Projektes gleich Null. Der RÖG ergibt sich aus der Veränderung des Goodwills abzüglich der Verzinsung des Goodwills der Vorperiode. Im Beispiel ist der RÖG in allen Perioden ab t = 1 gleich Null, was besagt, dass exakt die anfangs geplante Wertsteigerung realisiert wird. Der RÖG gibt damit die tatsächliche Wertgenerierung der Periode an – im Zeitpunkt der Initiierung des Projekts wird zusätzlicher Wert geschaffen, danach wird dieser nur noch erwirtschaftet.

Bei Abweichungen der Ist-Zahlen von den Planzahlen nach oben wird zusätzlicher Unternehmenswert generiert und der RÖG ist positiv, bei Abweichungen nach unten entsprechend negativ. Damit werden in einer Kennzahl gleichzeitig die Wertgenerierung und auch die Planeinhaltung messbar. Es wird nun angenommen, dass es nach der Initiierung des Projekts bei der Umsetzung zu Planabweichungen kommt. Im Beispiel wird unterstellt, dass im Jahr t = 2 statt des erwarteten FCF von 325 (RG von 0) TGE nur ein FCF von 300 (RG von -25) TGE erwirtschaftet wird. Gleichzeitig wird dies damit begründet, dass eine Verlagerung der Erfolge nach hinten eingetreten sei, die zu einer Erhöhung des FCF (RG) in t = 3 auf 375 (75) TGE führen wird. Abb. 3 zeigt, dass die dadurch entstehende Wertsteigerung von 20,45 TGE im RÖG abgebildet wird.

Das Beispiel macht deutlich, dass die Kennzahl RÖG in idealer Weise den Projektverlauf abbildet.

4. Bonusbank auf Basis des residualen ökonomischen Gewinns

Eine wertorientierte Performancemessung wirkt nicht per se wertsteigernd, sondern erst dadurch, dass sie die Entscheidungsträger zu wertsteigernden Entscheidungen veranlasst. Hierfür sind Steuerungsgrößen in Entlohnungssysteme einzubinden, die sicherstellen, dass Entscheidungen auf die Maximierung des Eigentümervermögens ausgerichtet sind. Residualgewinne stehen im Mittelpunkt der Diskussion um Anreizsysteme, da sie eine Verbindung schaffen zum Kapitalwert einer Investition und damit zum Unternehmenswert. Allerdings besteht dieser Zusammenhang nur zum Barwert der erwarteten künftigen Residualgewinne, nicht aber zum Residualgewinn der abgelaufenen Periode.

Die Relevanz des Konzepts resultiert daraus, dass eine Entlohnung auf Basis des Residualgewinns dazu führt, dass der Manager die Auswirkungen seines Handelns auf zukünftige Residualgewinne evaluiert und seine heutigen Entscheidungen von ihren Auswirkungen auf künftige Residualgewinne abhängig macht. Er wird diejenigen Entscheidungen treffen, die den Barwert dieser maximieren. Da der Barwert der Residualgewinne dem Kapitalwert entspricht, stehen seine Entscheidungen im Einklang mit den Zielsetzungen des Unternehmens und der Eigner. Dies gilt allerdings nur dann, wenn er die gleichen Zeitpräferenzen (d. h. Kapitalkosten) wie das Unternehmen und den gleichen Zeithorizont wie das betrachtete Projekt hat.

Das bedeutet, dass eine Vergütung auf Basis der Beurteilungsgröße Residualgewinn nur dann langfristige Anreize bietet, wenn der Manager die gleichen Zeitpräferenzen hat und tatsächlich bis zum Projektende im Unternehmen verbleibt. Diese Unterstellung ist jedoch im Normalfall auch aufgrund bestimmter Vertragslaufzeiten in der Realität nicht gegeben. Dieses Dilemma wird als „Problem des ungeduldigen Managers“ bezeichnet. Unterstellt man im obigen Beispiel, dass der Manager 0,1 % des Residualgewinns als Bonus erhält und er bspw. schon nach Periode 3 aus dem Unternehmen ausscheidet, so ergäbe sich für ihn kein Anreiz das Projekt durchzuführen, da der Barwert der bis zu diesem Zeitpunkt erhaltenen Boni mit –3,94 GE negativ ist (vgl. Abb. 4).

Zusätzlich besteht bei einer Entlohnung auf Basis von Residualgewinnen das Problem, dass nur die spätere Erwirtschaftung ursprünglich geplanter Überschüsse incentiviert werden kann. Die eigentliche Initiierung des Projekts in Verbindung mit der Generierung von neuem nach-

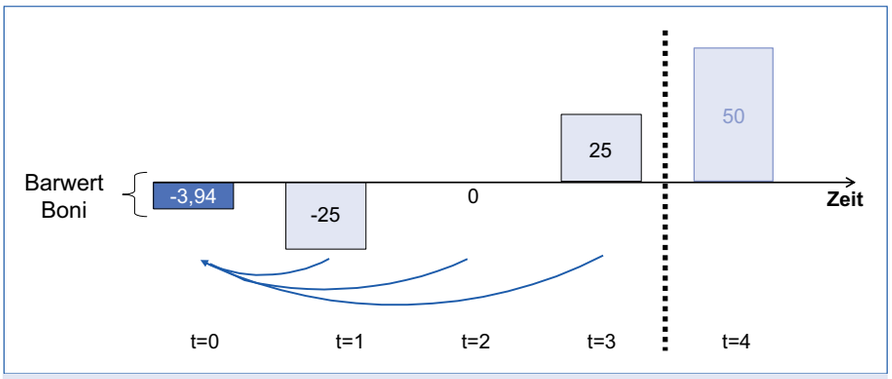

Abb. 4: Barwert erwarteter Boni bei Entlohnung auf Basis anteiliger Residualgewinne

haltigem Unternehmenswert wird bei diesem Anreizsystem überhaupt nicht belohnt. Da der RÖG als Steuerungskennzahl direkt die Wertgenerierung einer einzelnen Periode widerspiegelt, ermöglicht eine Entlohnung auf Basis dieser Größe auch eine Incentivierung der eigentlichen Wertschaffung. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass neben der Wertgenerierung auch die anschließende Realisierung der geplanten Überschüsse incentiviert werden muss, da sonst die Gefahr besteht, dass der Manager nach Entlohnung keine Anstrengungen mehr unternehmen würde. Zudem basiert der RÖG auf Erwartungen über die Zukunft und ist insofern davon abhängig, dass der aktuelle Kenntnisstand wahrheitsgemäß berichtet wird. Eine direkte Entlohnung auf Basis des RÖG birgt die Gefahr einer Manipulation der Berichterstattung. Diesen Problemen kann durch die Verbindung des RÖG mit einer Bonusbank begegnet werden. Dabei wird eine prozentuale Beteiligung an der Wertgenerierung, die durch den RÖG gemessen wird, zunächst auf einer Bonusbank gutgeschrieben. Die Auszahlung der Boni erfolgt nicht unmittelbar, sondern wird im Sinne aktueller regulatorischer Überlegungen über die Projektlaufzeit verteilt. Durch diese zeitversetzte Auszahlung wird verhindert, dass Planzahlen manipuliert werden, um die Boni zu erhöhen. Die Gutschrift des RÖG stellt sicher, dass statt einer kurzfristigen Ergebnismaximierung die nachhaltige Unternehmenswertsteigerung incentiviert und somit eine langfristige Denkweise des Managements gefördert wird.

Da der Kontostand der Bonusbank mit dem Kapitalkostensatz verzinst wird, entspricht jeder denkbare Auszahlungsstrom immer dem Barwert der Gutschriften und ist folglich proportional zum Kapitalwert. Die Bonuszahlungen könnten bspw. so über die Laufzeit verteilt werden, dass ein Projekt mit positivem Kapitalwert auch in jeder Periode einen positiven Bonus aufweist. Dies lässt sich dadurch gewährleisten, dass die Gutschrift annuisiert wird, d. h. unter Berücksichtigung der Verzinsung in gleich hohe Zahlungen zerlegt wird. Durch Multiplikation des Annuitätenfaktors $\frac{i \times (1+i)^{n-1}}{(1+i)^n - 1}$ mit der Gutschrift in Form des RÖG zu Projektbeginn, ergibt sich der konstante Betrag, der jede Periode als Boni ausbezahlt werden kann. Im Beitrag wird von einer vorschüssigen Berechnung ausgegangen, da bereits ab der ersten Periode eine Auszahlung erfolgt (vgl. *Kah*, 1994, S. 138 ff.). Erhält der Manager im obigen Beispiel nun eine 0,1 %ige Beteiligung an der gemessenen Wertschaffung und damit eine Gutschrift auf der Bonusbank von 30,21 GE in t = 0, so ergibt sich auf Basis der Bonusbank bei Realisierung der ursprünglich erwarteten Größen eine periodische Bonuszahlung von $30{,}21\ GE \times \frac{0{,}1 \times (1+0{,}1)^{5-1}}{(1+0{,}1)^4 - 1} = 7{,}24\ GE$ (vgl. Abb. 5).

In GE	0	1	2	3	4
Gutschrift RÖG (0,1 %)	30,21	0,00	0,00	0,00	0,00
Verzinsung 10 %	0,00	2,30	1,80	1,26	0,66
Auszahlung	**-7,24**	**-7,24**	**-7,24**	**-7,24**	**-7,24**
Kontostand	22,96	18,01	12,57	6,59	0,00

Abb. 5: Bonusbank auf Basis des RÖG

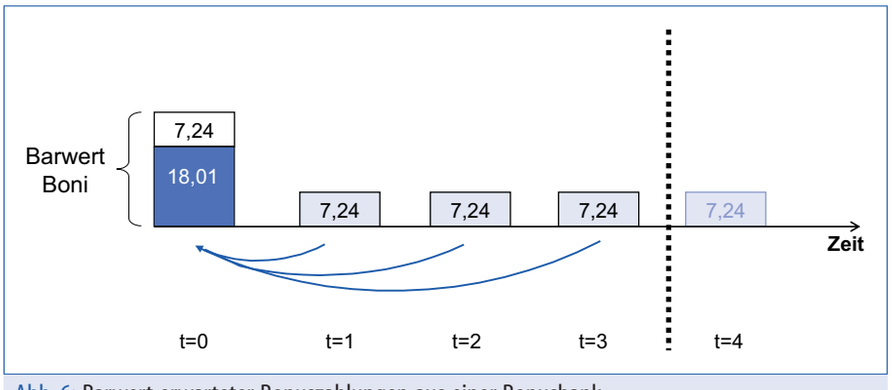

Abb. 6: Barwert erwarteter Bonuszahlungen aus einer Bonusbank

Im Vergleich zu einer Entlohnung auf Basis von Residualgewinnen bietet dieses Anreizsystem zwei wesentliche Vorteile. Zum einen wird bei einer Bonusbank auf Basis des RÖG neben der anschließenden Realisierung der geplanten Überschüsse auch direkt die Initiierung nachhaltigen Unternehmenswerts incentiviert. Zum anderen hat ein Manager bei der dargestellten Bonusbank in jeder Periode einen Anreiz, das Projekt durchzuführen, auch wenn er das Unternehmen vorzeitig verlässt oder einen höheren Diskontierungssatz anwendet (vgl. *Rogerson*, 1997). Dies liegt daran, dass ein periodischer Bonus ermittelt wird, der das gleiche Vorzeichen wie der Kapitalwert der Investition hat. Folglich besitzt auch der Barwert der Boni, auf dessen Grundlage die Entscheidung gefällt wird, das gleiche Vorzeichen, unabhängig von der Anzahl der Perioden, in denen der Manager Boni erhält oder seiner Diskontierungsrate. Die Bonusbank kann daher im Gegensatz zu einer Vergütung auf Basis von Residualgewinnen Zielkongruenz zwischen Eigentümern des Unternehmens und Managern sicherstellen. Bei einem Ausscheiden des Managers im obigem Beispiel nach dem Zeitpunkt t = 3 beträgt der Barwert der Boni insgesamt 25,25 GE (=

7,24 GE + 18,01 GE). Da dieser positiv ist, wird der Manager auch in diesem Fall das Projekt durchführen (vgl. Abb. 6).

Neben der Abbildung der nachhaltigen Unternehmensentwicklung in der Zielgröße des Managers wird in der aktuellen regulatorischen Diskussion gefordert, dass Über- und Unterperformance gleichermaßen im Sinne eines Bonus und Malus für den Manager zu berücksichtigen sind. Dies kann ebenfalls durch eine Bonusbank auf Basis des RÖG sichergestellt werden. Kommt es nun während des Projektverlaufs zu Abweichungen von der Planung, werden diese im RÖG erfasst. Positive Soll-/Ist-Abweichungen werden durch eine zusätzliche Gutschrift auf der Bonusbank berücksichtigt und erhöhen den Bonus, negative Abweichungen führen zu einer Belastung und damit Verringerung des Bonus. Eine mögliche Überschätzung des RÖG in t = 0, sei es aufgrund von Manipulation oder unsicherer Planungssituation, ist insofern unproblematisch, als dass die sich durch einen laufenden Soll-/Ist-Abgleich ergebenden Performanceänderungen im RÖG und damit in den Bonuszahlungen berücksichtigt werden.

Ausgehend von der in Abschnitt 3 dargestellten Verringerung des Residualgewinns in t = 2 von 25 TGE verbunden mit der erwarteten Erhöhung in t = 3 von 50 TGE, ergeben sich folgende Konsequenzen für die Bonuszahlungen (vgl. Abb. 7):

in TGE	0	1	2	3	4
FCF_t	-1.000	325	300	375	325
RG_t		-25	-25	75	50
GW_t	30,21	58,23	109,50	45,45	0,00
ΔGW	30,21	28,02	51,28	-64,05	-45,45
r x GW_{t-1}	0	3,02	5,82	10,95	4,55
$RÖG_t$	30,21	0,00	20,45	0,00	0,00

in GE	0	1	2	3	4
Gutschrift RÖG (0,1 %)	30,21	0,00	20,45	0,00	0,00
Verzinsung 10 %		2,30	1,80	2,55	1,34
Auszahlung	**-7,24**	**-7,24**	**-14,72**	**-14,72**	**-14,72**
Kontostand	22,96	18,01	25,55	13,38	0,00

Abb. 7: Bonusbank bei Soll-/Ist-Abweichung in t = 2 und Erwartungsänderung in t = 3

Die aus dieser Entwicklung resultierende Erhöhung des RÖG in t = 2 führt zu einer Erhöhung der Bonuszahlungen ab diesem Zeitpunkt auf 14,72 GE. Rechnerisch erfolgt die Ermittlung der Auszahlungen durch Multiplikation des Annuitätenfaktors für diese Periode $\frac{0{,}1 \times (1+0{,}1)^{3-1}}{(1+0{,}1)^3 - 1}$ mit der Summe aus dem Guthaben der letzten Periode von 18,01 GE, der Verzinsung der aktuellen Periode von 1,80 GE sowie der neuen Gutschrift von 20,45 GE. Wird in der Periode t = 3 tatsächlich nur ein Cashflow von 355 TGE erwirtschaftet, während die Erwartungen für t = 4 unverändert bleiben (vgl. Abb. 8), ergeben sich folgende Konsequenzen für die Bonuszahlungen: Der Residualgewinn reduziert sich von den geplanten 75 TGE auf 55 TGE. Da dies durch keine Wertgenerierung kompensiert wird, ergibt sich ein negativer RÖG von -20 TGE, der anteilig der Bonusbank belastet wird.

in TGE	0	1	2	3	4
FCF_t	-1.000	325	300	355	325
RG_t	0	-25	-25	55	50
GW_t	30,21	58,23	109,50	45,45	0,00
ΔGW	30,21	28,02	51,28	-64,05	-45,45
r x GW_{t-1}	0,00	3,02	5,82	10,95	4,55
$RÖG_t$	30,21	0,00	20,45	-20,00	0,00

in GE	0	1	2	3	4
Gutschrift RÖG (0,1 %)	30,21	0,00	20,45	-20,00	0,00
Verzinsung 10 %		2,30	1,80	2,55	0,39
Auszahlung	**-7,24**	**-7,24**	**-14,72**	**-4,25**	**-4,25**
Kontostand	22,96	18,01	25,55	3,86	0,00

Abb. 8: Bonusbank bei Soll-/Ist-Abweichung in t = 3

Die Bestimmung der Bonuszahlungen ab t = 3 erfolgt analog zu Abb. 7. Aufgrund der Wertvernichtung der Periode reduziert sich das zu annuisierende Guthaben auf 8,10 GE und damit die Auszahlung für t = 3 und t = 4 auf jeweils 4,25 GE.

Kah (1994) schlägt ebenso ein Entlohnungssystem vor, das den Bonus (Anteil des Kapitalwertes) als Annuität über die Projektlaufzeit verteilt und durch eine rollierende Investitionsrechnung an tatsächlich erzielte Überschüsse anpasst. Im Gegensatz dazu, erfolgt die in diesem Beitrag vorgestellte Anpassung der Boni nicht durch eine retrograde Kapitalwertberechnung, sondern auf Basis des RÖG. Dadurch wird neben der Soll-/Ist-Abweichung auch die zusätzliche Wertschaffung (Wertvernichtung) aufgrund von Planabweichungen zum Zeitpunkt des Bekanntwerdens in den Boni berücksichtigt.

Das Beispiel verdeutlicht, wie eine zeitversetzte Auszahlung von Boni mithilfe einer Bonusbank umgesetzt werden kann. Eine direkte Entlohnung auf Basis des RÖG würde bei einer Überschätzung in t = 0 zu negativen Bonuszahlungen in den Folgeperioden führen. Der Vorteil einer Annuitätenauszahlung liegt darin, dass die Zahlungen gleichmäßig über die Laufzeit verteilt werden. Eine zusätzliche Wertschaffung (Wertvernichtung) kommt nicht unmittelbar zur Auszahlung, sondern führt zu einer Erhöhung (Reduzierung) des über die restliche Laufzeit zu verteilenden Guthabens und damit der periodisch ausgezahlten Boni.

Es bleibt abschließend die Frage zu klären, was bei einem vorzeitigen Ausscheiden des Managers mit dem restlichen Guthaben der Bonusbank geschieht. Dies ist insbesondere relevant, wenn die Gefahr besteht, dass der Manager den Kapitalwert

in einem Maße überschätzt, dass das restliche Guthaben der Bonusbank bei Bekanntwerden der Überschätzung nicht mehr ausreichen würde, um die daraus resultierenden Verluste zu kompensieren. Eine derartige Überschätzung lässt sich durch die Möglichkeit des Verkaufs der Bonusbank an den Nachfolger verhindern. Der potenzielle Käufer wird maximal einen Preis zahlen, der seinen Erwartungen bzgl. der künftigen Rückflüsse und damit Boni entspricht. Dadurch hat der Verkäufer keinen Anreiz zu Übertreibungen, da er nur den Preis erhält, den der Käufer für realistisch erachtet. Er selbst wird mindestens einen Preis verlangen, der dem aktuellen Wert der Bonusbank entspricht. Bei gleichen Erwartungen von Käufer und Verkäufer beläuft sich der Preis daher auf die Höhe des Kontostands der Bonusbank zum Verkaufszeitpunkt (vgl. *Schultze/Weiler*, 2007, S. 154 f.).

5. Fazit

Wie der vorliegende Beitrag zeigt, kann die Zielsetzung der Regulatoren eines langfristig ausgerichteten Vergütungssystems mithilfe einer Bonusbank, basierend auf dem mehrperiodischen Steuerungskonzept RÖG, Rechnung getragen werden. Einerseits werden langfristige Konsequenzen von Entscheidungen in das kurzfristige Kalkül eines Managers einbezogen. Die zeitversetzte Ausbezahlung der Boni stellt sicher, dass ursprüngliche geplante Größen anschließend auch realisiert werden. Andererseits erlaubt die Bonusbank, dass Über- und Unterperformance gleichermaßen im Sinne eines Bonus und Malus für den Manager berücksichtigt werden. Entsprechende Plan- und Erwartungsrevisionen werden im RÖG und damit auch in der Bonusbank erfasst. Erfolgen daher Ein- und Auszahlungen bei der Bonusbank in Abhängigkeit des RÖG, so wird dadurch eine Äquivalenz zwischen nachhaltiger Unternehmenswertentwicklung und den Bonuszahlungen an das Management erreicht.

Die Ermittlung des RÖG basiert auf Erwartungen zukünftiger Rückflüsse. Der damit verbundene Planungsaufwand erschwert die praktische Umsetzung des Konzepts und kann als Hauptgrund für die noch geringe Verbreitung angesehen werden. Daher wird es vorrangig für Unternehmen bzw. Bereiche sinnvoll sein, die über die entsprechenden personellen Ressourcen verfügen oder bereits Planungsrechnungen erstellen. Liegen diese vor, kann der RÖG auf dieser Basis sowie einem entsprechenden Investitionscontrolling, das einen Abgleich der geplanten mit der tatsächlichen Performance ermöglicht, ermittelt werden. Die im Rahmen von Impairment-Tests nach IAS 36 generierten Goodwill-Informationen können zudem für interne Steuerungszwecke genutzt werden. Diese werden durch unabhängige Wirtschaftsprüfer geprüft und unterliegen daher einer zusätzlichen Objektivierung, die die Gefahr von Fehlplanungen oder Manipulation durch den Manager einschränkt. Der Verkauf der Bonusbank an potenzielle Nachfolger stellt eine weitere Möglichkeit dar, eine Überschätzung der Planzahlen zu verhindern.

Keywords
- Bonus bank
- Long-term incentive scheme
- Managerial compensation
- Residual economic income
- Value Based Management

Summary
In light of the recent financial crisis, traditional incentives schemes are criticized as inducing short-term orientation by the manager. To mitigate this problem, regulators work on guidelines on how to compensate managers. A central requirement is that a portion of the bonus payment should be deferred to subsequent periods. This procedure is equivalent to the so-called bonus bank. To date, no theory-based connection between value creation and the bonus payments from a bonus bank exists. This paper addresses the question of how a bonus bank incentive scheme should be designed in order to attain long-term orientation by managers.

Literatur

Coenenberg, A. G./Mattner, G./Schultze, W., Wertorientierte Steuerung. Anforderungen, Konzepte, Anwendungsprobleme, in: *Rathgeber, A./Tebroke, H.-J./Wallmeier, M.* (Hrsg.), Finanzwirtschaft, Kapitalmarkt und Banken, Festschrift für Prof. Dr. Manfred Steiner zum 60. Geburtstag, Stuttgart 2003, S. 1–24.

Committee of European Banking Supervisors (Hrsg.), Guidelines on Remuneration Policies and Practices, http://www.eba.europa.eu/cebs/media/Publications/Standards%20and%20Guidelines/2010/Remuneration/Guidelines.pdf, Stand: 21.12.2011.

Drukarczyk, J./Schüler, A., Unternehmensbewertung, München 2007.

Ehrbar, A., EVA® – The real key to creating wealth, New York 1998.

Hostettler, S./Stern, H. J., Das Value Cockpit – Sieben Schritte zur wertorientierten Führung für Entscheidungsträger, 2. Aufl., Weinheim 2007.

Kah, A., Profitcenter-Steuerung, Stuttgart 1994.

Laux, H., Unternehmensrechnung, Anreiz und Kontrolle, 3. Aufl., Heidelberg 2006.

Lücke, W., Investitionsrechnungen auf der Basis von Ausgaben oder Kosten?, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 7. Jg. (1955), S. 310–324.

Plaschke, F. J., Wertorientierte Management-Incentivesysteme auf Basis interner Wertkennzahlen, Wiesbaden 2003.

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, November 2010, http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/16122010/Governance_Bericht_Nov_2010.pdf, Stand: 21.12.2011.

Richtlinie 2010/76/EU, Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Wiederverbriefungen und im Hinblick auf die aufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik, in: Amtsblatt Nr. L329 vom 14.12.2010, S. 3–35.

Rogerson, W., Inter-temporal Cost Allocation and Managerial Investment Incentives: A Theory Explaining the Use of Economic Value Added as a Performance Measure, in: Journal of Political Economy, 105. Jg. (1997), S. 770–795.

Stewart, G. B., The Quest for Value. A Guide for Senior Managers, New York 1991.

Schultze, W./Weiler, A., Performancemessung und Entlohnung auf Basis des Residualen Ökonomischen Gewinns, in: Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung, 18. Jg. (2007), H. 2, S. 133–159.

Schultze, W./Weiler, A., Goodwill Accounting and Performance Measurement, in: Managerial Finance, 36. Jg. (2010), H. 9, S. 768–784.

Werder, A. v., Neue Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 63. Jg. (2011), H. 2, S. 48–62.

Witzemann, T./Currle, M., Unternehmenswertsteigerung und Managementvergütung langfristig verbinden, in: Controlling, 16. Jg. (2004), H. 11, S. 631–638.