

8. Krisensichere Leistungsmessung und Bonuspläne

von Hermann J. Stern

Übersicht

- 8.1 Einleitung 628
- 8.2 Wirtschaftszyklen verfälschen die Leistungsmessung: Ein Lösungsansatz 628
 - 8.2.1 Wirtschaftszyklen messen und sichtbar machen 628
 - 8.2.2 Der indexierte Leistungsausweis ist unverfälscht 630
 - 8.2.3 Die Investorenperspektive definiert den Markt angemessen 631
 - 8.2.4 Ein Peer-Universum von ausreichender Größe festlegen 632
 - 8.2.5 Warum jetzt die Zeit der Indexierung operativer Leistung gekommen ist 633
- 8-3 Indexierte Leistungsmessung ist krisensicher und frei von falschen Signalen 634
 - 8.3.1 Das operative Alpha eliminiert falsche Signale in der Leistungsmessung 634
 - 8.3.2 Der operative Rang ermöglicht es, Äpfel mit Birnen zu vergleichen 636
 - 8.3.3 Das Stern Radar zeigt die Gesamtleistung 638
 - 8.3.4 Der operative Beitrag bildet Wertbeiträge verschiedener Geschäftsbereiche ab 640
- 8.4 Indexierte Bonuspläne sind fairer und nachhaltiger 642
 - 8.4.1 Indexierte Bonuspläne entkoppeln die Vergütung von der Planung 643
 - 8.4.2 Indexierte Bonuspläne sind fair gegenüber Managern *und* Aktionären 644
 - 8.4.3 Der Obermatt Bonusindex macht die Vorstandsvergütung unabhängig und nachhaltig 644
- 8.5 Handlungsempfehlungen 646
- Literatur 647

8.1 Einleitung

Wirtschaftszyklen verfälschen den Erfolgsausweis der heute praktizierten finanziellen Leistungsmessung und führen zu Fehlinterpretationen des Unternehmenserfolgs. Dies ist nicht nur in der Krise ein Problem für Finanzvorstände und Vorstandsvorsitzende, denn ein verfälschter Erfolgsausweis kann sowohl im Aufschwung wie im Abschwung zu Fehlentscheidungen führen. Konjunktoreinflüsse sind ein noch größeres Problem für Aufsichtsräte und Aktionäre, denn je weniger Insiderwissen und Finanzvorkenntnisse vorhanden sind, desto eher wird ein vom Zyklus verfälschter Erfolgsausweis falsch interpretiert.

Dieser Beitrag zeigt Entscheidungsträgern ohne vertiefte Vorkenntnisse in der Finanztheorie, wie Wirtschaftszyklen quantifiziert und der finanzielle Erfolg mittels indexierter operativer Leistungsmessung zyklusneutral ausgewiesen werden kann. Dabei wird die operative Leistung mit einem Peer-Universum aus Vergleichsunternehmen verglichen, die in Konkurrenz zum eigenen Unternehmen stehen oder vergleichbaren Wirtschaftszyklen unterworfen sind (Abschnitt 8.2).

Es wird empfohlen, die Unternehmensperformance mittels indexierter operativer Leistungsmessung auszuweisen (Abschnitt 8.3) und Bonuspläne zu indexieren (Abschnitt 8.4). Erst hierdurch wird die Leistungsmessung krisensicher und die Vergütung fair und nachhaltig. Denn was wäre nachhaltiger, als die Konkurrenz zu schlagen? Ein praktisches Beispiel indexierter Bonuspläne stellt der unabhängige Obermatt Bonusindex dar, der für börsennotierte Unternehmen in Deutschland, der Schweiz und Großbritannien zweimal jährlich veröffentlicht wird (Abschnitt 8.4.3).

8.2 Wirtschaftszyklen verfälschen die Leistungsmessung: Ein Lösungsansatz

8.2.1 Wirtschaftszyklen messen und sichtbar machen

Es ist eine Binsenweisheit und trotzdem wird diese Erkenntnis bei der Leistungsmessung konsequent ignoriert: Der Wirtschaftszyklus hat einen großen Einfluss auf den Unternehmenserfolg. Obwohl dies bekannt ist, verzichten Controller weitgehend auf Methoden der zyklusneutralen Darstellung des Unternehmenserfolgs. Auch in der Lehre wird dieser wichtige Aspekt vernachlässigt. Wie der Konjunktoreinfluss in Zahlen auszudrücken ist, geschweige denn grafisch aufzubereiten wäre, bleibt unbeachtet. Diese Aufgabe kann mit vertretbarem Aufwand bewältigt werden, wie wir in der Folge darlegen werden. Sobald die eigene Leistung mit derjenigen von Unternehmen verglichen wird, die denselben konjunkturellen Kräften ausgesetzt sind, wird der Zykluseinfluss in der Leistungsmessung neutralisiert.

Der relative Leistungsvergleich mit der Konkurrenz wird bereits von strategisch arbeitenden Controllern für interne Strategiesitzungen durchgeführt. Allerdings geschieht dies oft auf eine viel zu informationsarme Art und Weise. Meist werden die Kennzahlen der Wettbewerber in Balkendiagrammen den eigenen Kennzahlen gegenübergestellt. Der Aussagewert ist begrenzt, denn es fehlen Informationen über

die zeitliche Entwicklung (Trendanalyse) und Informationen zu den übrigen relevanten Kennzahlen (Quervergleich). Noch schlimmer: Solche Vergleiche sind irreführend. Denn die absolute Position des Unternehmens sagt überhaupt nichts über die aktuelle Leistung des Managementteams aus. Die Leistung des Vorstandes in einem Geschäft mit tiefen Margen, wie z.B. des industriellen Schweizer Schokoladenherstellers Barry Callebaut, muss nicht schlechter sein als die Leistung des Vorstandes des Schokoladenherstellers Lindt & Sprüngli, der sein Geschäft mit deutlich höheren Margen betreiben kann. Von Peter Küpfer stammt der Satz: »Eine Strategie ohne indexierte Leistungsmessung ist wie eine Suppe ohne Salz.«¹⁾ Er besteht in Strategieprozessen immer auf dem relativen Leistungsausweis.

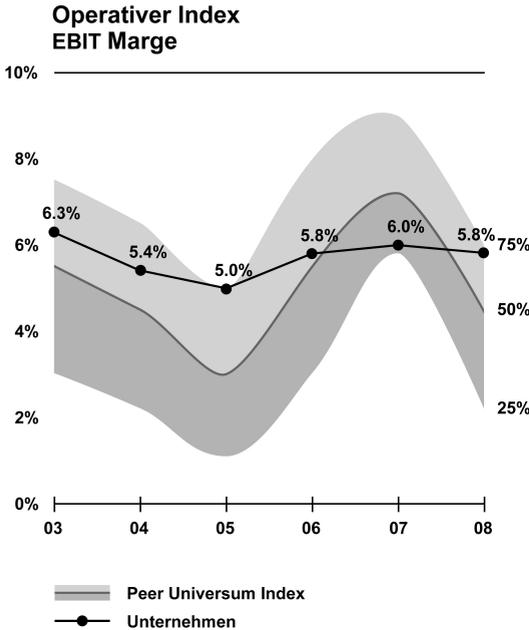


Abb. 8-1: Operativer Index der EBIT-Marge

Legende: Abb. 8-1 stellt die EBIT-Marge eines Beispielunternehmens dar (Punkte mit einer Trendlinie verbunden). Diesem internen Leistungsausweis wird der Median der EBIT-Margen der externen Vergleichsunternehmen gegenübergestellt (durchgezogene Linie). Die hellen und die dunklen grauen Flächen zeigen die Quartilsgrenzen an. Die untere Begrenzung der dunkleren Fläche visualisiert den oberen Rand des ersten Quartils, also das 25. Perzentil der EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen. Die obere Begrenzung der helleren Fläche verdeutlicht das 75. Perzentil der EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen. In den grauschattierten Flächen befinden sich also 50 % der EBIT-Margen aller Vergleichsunternehmen.

Eine viel höhere Aussagekraft als die weitverbreiteten Balkendiagramme des Konkurrenzvergleichs besitzt die Darstellung mittels eines operativen Indexes, der die eigene Finanzkennzahl dem Median des Peer-Universums gegenüberstellt (Abb. 8-1). In der Abbildung erkennt man die EBIT-Marge eines fiktiven Unterneh-

1) Peter Küpfer ist Aufsichtsrat bei Metro und Mitglied des Verwaltungsrats beim globalen Zementunternehmen Holcim, der Schweizer

Privatbank Julius Bär und dem Immobilienentwickler Karl Steiner.

mens für die Jahre 2003 bis 2008. Die Grafik erlaubt es, die Unternehmensleistung auf einen Blick relativ zum Konjunkturzyklus zu beurteilen und die eigene Leistung im Wettbewerbsumfeld zu verorten. Das Jahr 2005 mit der tiefsten EBIT-Marge war – so betrachtet – in Wirklichkeit das beste Jahr im Vergleich mit der Wettbewerbsentwicklung. Das Jahr 2007 mit der höchsten EBIT-Marge war hingegen das schlechteste Jahr, wenn man den Index als Maßstab heranzieht. Die indexierte Darstellung kommt somit gegenüber der ausschließlich internen Sichtweise zu einem vollkommen gegensätzlichen Ergebnis.

8.2.2 Der indexierte Leistungsausweis ist unverfälscht

Mit dem operativen Index lassen sich Fehlinterpretationen, bedingt durch die ausschließliche »Innensicht« auf das eigene Unternehmen, vermeiden. Der indexierte EBIT-Zyklus des Beispielunternehmens ist überspitzt dargestellt und zeigt sich in der Praxis selten in dieser Klarheit. Wir haben aber schon eine große Zahl von operativen Indizes für ganz unterschiedliche Unternehmen berechnet und fanden fast immer zwei bis drei Fehlsignale pro zehn Unternehmensjahre, die sich nur mit dem operativen Index aufdecken ließen. Das sind beachtliche 20–30%! Weil die indexierte Leistungsmessung Fehlsignale bei der Beurteilung eliminiert, ist sie der traditionellen Vergleichsrechnung mit Planzahlen haushoch überlegen. In Zeiten starker makroökonomischer Veränderungen ist die indexierte Leistungsmessung unentbehrlich. So kommen operative Indizes in Aufsichtsräten²⁾ und auch im Diskurs mit Investoren, z.B. beim Schweizer Industriekonglomerat Dätwyler³⁾, zum Einsatz.

Der relative Leistungsausweis wird indexierte operative Leistungsmessung genannt. Er ist »indexiert«, weil das Unternehmensergebnis einem Index gegenübergestellt wird und er ist »operativ«, weil der Index aus operativen Kennzahlen – und nicht etwa Aktienpreisen – besteht. *Indexierte operative Leistungsmessung* ist also der Vergleich der internen Leistungsrechnung mit der Leistungsrechnung von Vergleichsunternehmen.⁴⁾ Die indexierte Leistungsmessung kann mit einem indexierten Mietvertrag verglichen werden, bei dem die Miete nicht fest vereinbart wird, sondern sich dem Konsumentenpreisindex anpasst. Der Sinn der Indexierung ist, die Wirklichkeit in realen Größen, also unabhängig von externen Effekten, abzubilden.⁵⁾

2) Stern (2007a).

3) Vgl. <http://www.daetwyler.ch> (Investorenpräsentationen 2008 und 2009).

4) Vgl. Stern (2007b) und <http://www.obermatt.com/indexierte-operative-leistungsmessung>.

5) Dadurch unterscheidet sich die Indexierung vom Benchmarking. Beim Benchmarking werden Unternehmen gesucht, die es besser machen als man selbst. Man vergleicht sich mit diesen »Benchmarks« und versucht, die internen Prozesse zu verbessern, sodass sie den Benchmark

erreichen oder sogar schlagen. Der Indexierung liegt ein anderer Kerngedanke zugrunde. Die indexierte Leistungsmessung will eine Gesamtmarktentwicklung abbilden, um in der Leistungsmessung zwischen internen und externen Faktoren zu unterscheiden. Das ist gerade bei ausgeprägten Wirtschaftszyklen von hoher Bedeutung. Weil die indexierte operative Leistungsmessung ein anderes Ziel verfolgt als das Benchmarking, müssen auch die Vergleichsunternehmen anderen Kriterien genügen, wie unten gezeigt wird.

8.2.3 Die Investorenperspektive definiert den Markt angemessen

Nicht selten hört man bei Vorständen den Einwand, dass ihr Unternehmen nur wenige Konkurrenten habe. Es geht jedoch nicht um die Frage der Zahl der Konkurrenten, sondern des gesamten Marktumfeldes. Der berühmte Managementautor Michael Porter hat schon 1980 darauf hingewiesen, dass der Markt eines Unternehmens nicht nur aus den direkten Konkurrenten besteht, sondern auch von den Lieferanten und Kunden und den Unternehmen mit substituierenden Produkten geprägt ist.⁶⁾ Überdies kann der Markt auch durch mögliche Neueintritte Dritter laufend verändert werden. Der relevante Markt ist also größer als nur die kleine Menge der direkten Konkurrenz. Aufgrund dieser Tatsache sind nicht nur die direkten Produktkonkurrenten eines Unternehmens von denselben Wirtschaftszyklen betroffen, sondern meist auch marktverwandte Unternehmen mit nicht konkurrierenden Produkten. Oft gilt dies auch für Unternehmen mit ähnlichen Geschäftsprozessen, ähnlichen Ressourcen und ähnlichen Absatzmärkten.

Für die Indexierung muss man einen Perspektivenwechsel vollziehen: Es geht nicht um die Sichtweise des Kunden, der nach direkten Substituten für die angebotenen Produkte fragt, sondern um die Perspektive der Investoren, die auch alle Unternehmen umfasst, die ähnlichen Zyklusrisiken unterworfen sind. Aus der Sicht des Kunden hat ein Unternehmen vielleicht wenig Konkurrenten, aus der Sicht des Investors hat es aber viele Vergleichsunternehmen, die durch ganz ähnliche Konjunkturzyklen gehen.

Folgendes Beispiel soll dies veranschaulichen. Eine Zimmerin erstellt und verkauft Fenster, eine andere Türen. Die beiden Zimmerinnen sind keine Konkurrentinnen, denn es lassen sich i.d.R. keine Fenster einsetzen, wo eine Türe hingehört, und umgekehrt. Es ist sogar so, dass die beiden Zimmerinnen vermutlich beste Geschäftsfreundinnen sind. Denn meistens brauchen die Kunden sowohl Fenster als auch Türen, und so empfehlen sich beide Geschäftsfrauen gerne gegenseitig. Eine perfekte Symbiose.

Wie aber sieht das ein Investor? Er sieht die gleichen Rohmaterialien (Holz, Aluminium, Glas etc.), die gleichen Geschäftsmodelle (der Beruf der Zimmerin) und die gleichen Absatzmärkte (Neu- und Umbau sowie Renovierungsarbeiten). Aus diesem Grund unterliegen die beiden Zimmerinnen denselben Zyklusrisiken. Der Investor ist mit seiner Vermögensanlage dem gleichen Zykluseinfluss ausgesetzt und investiert sein Geld bei derjenigen Frau, die mehr daraus macht. Durch den Perspektivenwechsel von der Kundenperspektive auf die Investorenperspektive wird das Peer-Universum also größer.

Ist für das Controlling die Kundensicht oder die Investorensicht relevant? Selbstverständlich die Investorensicht, denn beim Controlling geht es um die Messung der Wertentwicklung und nicht um die Messung der Kundenzufriedenheit.

6) Porter (2008).

8.2.4 Ein Peer-Universum von ausreichender Größe festlegen

In der Praxis werden neben den direkten Produktkonkurrenten weitere Vergleichsunternehmen durch manuelle Suche in Geschäftsberichten der Unternehmen selbst, in kommerziellen Datenbanken wie Thomson Reuters, Bureau van Dijk oder Capital-IQ, in Sekundärquellen wie Analystenberichten von Banken, Marktforschungsinstituten und Ratingagenturen sowie teilweise auch in kostenlosen Internetdiensten wie Google oder Yahoo Finance gefunden. Diese Suche ist nicht standardisierbar, aber sie erfolgt nach klar definierten Regeln. Es werden Unternehmen gesucht, die im gleichen, aber in einem um die Investorenperspektive erweiterten Markt tätig sind und mit ähnlichen Geschäftsprozessen operieren, die auf die gleichen Absatzmärkte abzielen. Wie das Zimmerinnenbeispiel illustriert, muss die Produktperspektive erweitert werden. Bei den Bauführern könnten solche Produkte neben Türen und Fenstern auch noch Heizungen, Waschmaschinen, Aufzüge, Küchen und vieles mehr sein.

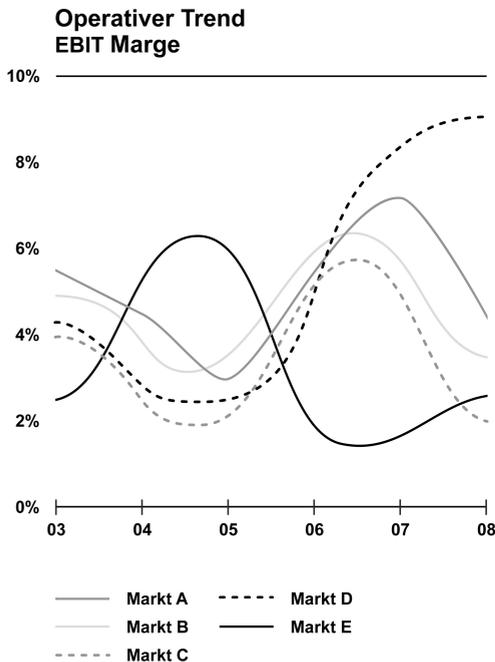


Abb. 8-2: Operative Trends der EBIT-Marge

Legende: In Abb. 8-2 verlaufen die Märkte A, B und C parallel. Wenn die direkten Produktkonkurrenten in Markt A abgebildet sind, dann können auch die Märkte B und C für die indexierte Leistungsmessung verwendet werden, weil sich diese insgesamt parallel entwickeln. Dabei muss es sich bei den Märkten B und C nicht um Produktkonkurrenten handeln. Es muss lediglich konzeptionell nachvollziehbar sein, wieso diese Märkte durch die gleichen Wirtschaftszyklen gehen. Die operativen Trends

des Marktes D hingegen waren zwar anfänglich ähnlich, im Jahr 2008 hingegen haben sie sich anders entwickelt. Dies kann bedeuten, dass es sich um einen Markt handelt, der anderen Zyklen folgt als die Märkte A, B und C. Definitiv anderen Zyklen gehorcht der Markt E. Die operativen Trends des Marktes E sind geradezu antizyklisch zu den Märkten A, B und C. Er eignet sich deshalb nicht als Teil des Peer-Universums.

In der Regel finden sich pro Geschäftsbereich mehrere verwandte Produktgruppen, die jeweils als Ganzes geprüft werden. Dafür wird der Median für das Umsatzwachstum und das Gewinnwachstum dieser verwandten Produktgruppen berechnet und mit dem Median der direkten Konkurrentengruppe verglichen. Diese Medianverläufe werden *operative Trends* genannt und sind in Abb. 8-2 dargestellt.

Bei den zahlreichen Peer-Universen, die das Zürcher Finanzresearch-Unternehmen Obermatt in den letzten fünf Jahren für Kunden erstellt hat, stellte sich bei Betrachtung der operativen Trends immer deutlich heraus, welche Vergleichsgruppen für den Index verwendet werden dürfen und welche nicht. Wenn die operativen Trends von Vergleichsgruppen parallel verlaufen, dann können sie – sofern es auch konzeptionell Sinn ergibt – zusammengelegt werden. Wenn die operativen Trends unabhängig oder sogar antizyklisch zueinander verlaufen, dann sind sie offenbar nicht den gleichen Zyklen unterworfen und müssen folglich ausgegrenzt werden.

Idealerweise besteht ein Peer-Universum aus mindestens zwölf Unternehmen mit verfügbaren Quartalsdaten, weil der Status der Wirtschaftsentwicklung immer öfter auch mitten im Jahr gemessen werden muss.⁷⁾ Typischerweise werden 30 bis 50 Unternehmen (oder mehr) für die Indexierung verwendet, damit das Ergebnis eine hohe statistische Aussagekraft besitzt. Dr. Helmut Elben, verantwortlich für die strategische Planung beim Schweizer Industriekonzern Georg Fischer, schätzt an der Indexierung besonders, dass sie mit großzahligen Peergruppen arbeitet: »Großzahlige Vergleichsgruppen geben uns die notwendige Stabilität im regelmäßig wiederholten relativen Leistungsvergleich, was gerade für die interne Akzeptanz der Berechnungen von immenser Bedeutung ist.«

8.2.5 Warum jetzt die Zeit der Indexierung operativer Leistung gekommen ist

Oft stellt sich die Frage, warum die indexierte operative Leistungsmessung nicht schon früher durchgeführt wurde. Es ist in der Tat so, dass die Wissenschaft längst erkannt hat, dass die relative Leistungsmessung die einzig richtige Methode der Leistungsbeurteilung ist.⁸⁾ Allerdings gab es bis vor Kurzem unüberwindbare Hindernisse, die relative Leistungsmessung kosteneffizient umzusetzen. Diese Hindernisse wurden mittlerweile weitgehend aus dem Weg geräumt.

In den letzten Jahren gab es eine fast globale Akzeptanz von einheitlichen Rechnungslegungsstandards (IFRS und US-GAAP). Davor waren die Buchhaltungsregeln von Land zu Land verschieden. Zudem ist es erst seit dem Aufkommen des Internets möglich, Jahresberichte auf eine einfache Art und Weise anzufordern und auszuwerten. Noch vor zehn Jahren wäre die indexierte Leistungsmessung praktisch unmöglich gewesen, weil von jedem Unternehmen der Peergruppe gedruckte Jah-

7) So z.B. für den Obermatt Bonusindex (Abschnitt o).

8) Beispielsweise der Schweizer Marcel-Benoist-Preisträger und Professor an der Universität

Zürich, Prof. Ernst Fehr, in seinem Interview gegenüber der Handelszeitung vom 18.11.2008:
»Für Vertrauen braucht es Institutionen«.

resberichte notwendig gewesen wären. Im Jahr 2010 stehen sogar Abschlüsse von privaten Unternehmen in verschiedenen Regionen elektronisch zur Verfügung.

Nicht zuletzt hat die Kreditkrise vielen Wirtschaftsakteuren die Augen dafür geöffnet, den Nutzen der indexierten Leistungsmessung zu erkennen. Wenn die Wirtschaft sich geradlinig nach oben entwickelt, braucht niemand eine Indexierung, denn das Budget genügt in diesem Fall als Benchmark. Die Indexierung wird aber wichtig, wenn es schwierig ist, die Zukunft abzuschätzen, und Pläne immer seltener als Orientierungsgröße für die Leistungsmessung verwendet werden können. Dies ist spätestens seit 2009 der Fall.

8.3 Indexierte Leistungsmessung ist krisensicher und frei von falschen Signalen

8.3.1 Das operative Alpha eliminiert falsche Signale in der Leistungsmessung

Wirtschaftszyklen haben einen bedeutenden Einfluss auf die gemessenen Kennzahlen. Das lässt sich i.d.R. anhand des operativen Indexes auf den ersten Blick erkennen. Der Index alleine liefert aber noch keine quantitative Aussage zur Leistung.

Wie werden also Kennzahlen zyklusneutral gemessen? Es gibt grundsätzlich zwei Methoden des zyklusneutralen Leistungsausweises in der finanziellen Berichterstattung. Die erste Methodik besteht darin, die Differenz der Kennzahl zu den Kennzahlen im Peer-Universum zu messen.⁹⁾ Diese Differenz wird, wegen der konzeptionellen Ähnlichkeit zum bereits bekannten Investment-Alpha in der Leistungsmessung von Anlagestrategien bei professionellen Anlegern, als operatives Alpha bezeichnet.

Das *operative Alpha* ist die Differenz zwischen der operativ gemessenen Kennzahl und dem Median oder Durchschnitt derselben Kennzahl bei den Vergleichsunternehmen. Das operative Alpha misst also die Outperformance der operativen Leistung, ähnlich wie das Investment-Alpha die Outperformance einer Anlagestrategie misst. Weil der Median der Peer-Kennzahlen weniger durch Ausreißer beeinflusst wird, verwendet man für die Berechnung des operativen Alphas i.d.R. den Median. Bei hoher Datenqualität ist es aber mathematisch korrekter, den Durchschnitt zu verwenden. Der Vorteil des operativen Alphas einer Kennzahl gegenüber der Kennzahl selbst besteht darin, dass der Einfluss externer Faktoren im operativen Alpha neutralisiert wird. Denn diese Faktoren betreffen nicht nur das zu messende Unternehmen selbst, sondern auch den Durchschnitt bzw. Median der Vergleichsunternehmen.

⁹⁾ Die zweite Methodik ist die des operativen Ranges, der im nächsten Abschnitt behandelt wird.

Operatives Alpha EBIT-Marge

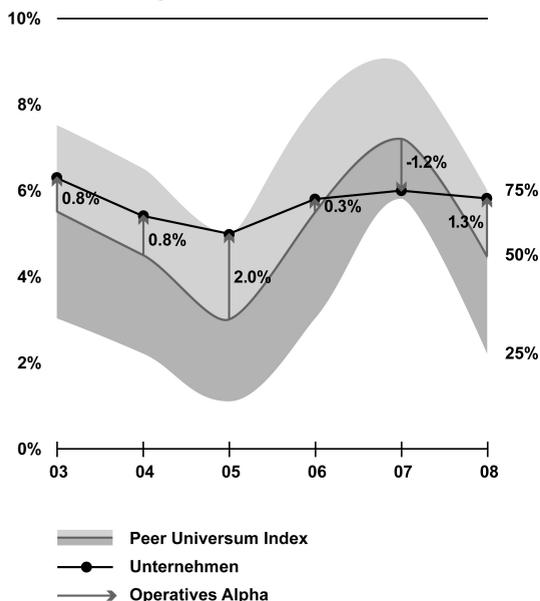


Abb. 8-3: Operatives Alpha der EBIT-Marge

Legende: In Abb. 8-3 wird das operative Alpha grafisch dargestellt. Für 2003 beträgt das operative Alpha der EBIT-Marge + 0,8 %, während die EBIT-Marge selbst einen Wert von 6,3 % aufweist (siehe Abb. 8-1). Diese Darstellung hat den Vorteil, dass das »gute« Jahr 2005 als bestes Jahr ausgewiesen wird (Alpha von 2,0 %) während es in absoluten Zahlen eigentlich das Jahr mit dem schlechtesten Ergebnis ist (EBIT-Marge von 5,0 %). Das falsche Signal der eigentlichen Kennzahl ist durch den Ausweis des operativen Alphas dieser Kennzahl eliminiert worden. Ein weiterer Vorteil dieser Betrachtungsweise besteht darin, dass das operative Alpha eindeutig interpretierbar ist. Je höher das operative Alpha, desto besser die zugrunde liegende Performance.

Das operative Alpha kann grundsätzlich für alle Kennzahlen aus der betrieblichen Leistungsrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung berechnet werden. Dies ist insbesondere für das strategische Controlling relevant, weil auf diese Weise die Strategiumsetzung zyklusneutral gemessen werden kann. Wenn die Strategie z.B. auf Wachstum steht, dann wurde sie auch dann erfolgreich umgesetzt, wenn der Umsatz sinkt – solange man dabei deutlich über dem Marktmittel liegt. Das Gleiche gilt für die Gewinnmarge. Ein Kostenprogramm wurde auch dann erfolgreich umgesetzt, wenn die Kosten langsamer steigen als der Markt.

Für die indexierte Betrachtung werden ungern Verhältniskennzahlen verwendet, weil diese auch steigen, wenn der Basiswert sinkt. So kann die EBIT-Marge schon dadurch steigen, dass der Umsatz sinkt. Dies führt aber nicht unbedingt zu mehr EBIT für den Investor und damit auch nicht in jedem Fall zu einem Mehrwert. Besser mit dem Mehrwert des Gesamtunternehmens korrelieren sog. Wachstumsraten, die auch eindeutiger interpretierbar sind. Ein (dauerhaft) höheres EBIT-Wachstum ist immer besser als ein kleineres EBIT-Wachstum. Wachstumsraten aufgrund von Größen der Buchhaltung korrelieren mit Wachstumsraten auf Basis des Unternehmenswerts. Dies ist nicht nur in der Praxis der Fall, sondern auch mit der Bewer-

tungstheorie erklärbar.¹⁰⁾ Diese empirische und konzeptionelle Korrelation mit Unternehmenswerten ist bei Verhältniskennzahlen nicht vorhanden, weil diese nicht mit dem Barwert der Investition korrelieren. Daher müssen Verhältniskennzahlen immer mit Vorsicht indiziert werden.

Bei Wachstumszahlen auf Basis von Gewinngrößen kann aber ein Basisproblem auftreten. Der Gewinn der Vorperiode kann – anders als der Umsatz – auch negativ sein. In diesem Fall sind Wachstumsraten nicht mehr sinnvoll interpretierbar. Deshalb verwenden wir in der indizierten operativen Leistungsmessung bevorzugt das Delta der absoluten Zahlen zwischen einer Periode und der Vorperiode. Das Delta des EBIT ist dann der aktuelle EBIT minus des EBIT der Vorperiode. Für den Peer-Vergleich muss dieser Wert noch standardisiert werden, damit größere und kleinere Unternehmen direkt miteinander verglichen werden können. Die theoretisch optimale Standardisierungsgröße wäre der intrinsische Unternehmenswert. Da dieser aber nicht objektiv messbar ist und die Börse als Autorität für die Unternehmensbewertung in letzter Zeit viel an Glaubwürdigkeit verloren hat, werden in der Praxis oft der Umsatz, das investierte Kapital oder – bei Finanzinstituten – das Eigenkapital als Standardisierungsgrößen verwendet. Das standardisierte Delta hat zudem den Vorteil, dass es auch aus Investorensicht langfristig maximierbar ist. Mehr Delta bedeutet langfristig immer: mehr Wert für den Investor.

8.3.2 Der operative Rang ermöglicht es, Äpfel mit Birnen zu vergleichen

Wie gezeigt wurde, weist das operative Alpha das Ergebnis zyklusneutral aus. Verschiedene Kennzahlen aus verschiedenen Geschäftsbereichen sind aber nicht direkt vergleichbar. Das operative Alpha des Verkaufs (auf Basis des Umsatzwachstums) ist nicht mit dem operativen Alpha der Produktion (auf Basis des Bruttomargenwachstums) vergleichbar. Auch ist das operative Alpha eines Wachstumssegments nicht mit dem operativen Alpha eines Segments in einem gesättigten Markt vergleichbar, denn ein bestimmter Alphawert ist wegen der höheren Volatilität in einem Wachstumssegment einfacher zu erreichen als in einem gesättigten Markt.

Diese Schwierigkeiten lassen sich mit der zweiten Methode der indizierten Leistungsmessung beheben: der Berechnung des operativen Rangs.¹¹⁾ Der *operative Rang* ist der Perzentilrang einer Kennzahl im Vergleich zu derselben Kennzahl aller Unternehmen im Peer-Universum (Abb. 8-4). Der 50. Perzentilrang sagt z.B. aus, dass die gemessene Kennzahl höher ist als 50 % der gleichen Kennzahlen der Vergleichsunternehmen.

10) Wie stark das operative Alpha mit dem Investoren-Alpha korreliert, ist bis heute lediglich exemplarisch empirisch untersucht worden. Dabei könnte es u.E. durchaus besser korrelieren als traditionelle »Market Multiples«, denn

es neutralisiert sowohl die Zykluseinflüsse als auch Änderungen im »Market Sentiment«.

11) Die erste Methodik der indizierten Leistungsmessung ist das operative Alpha.

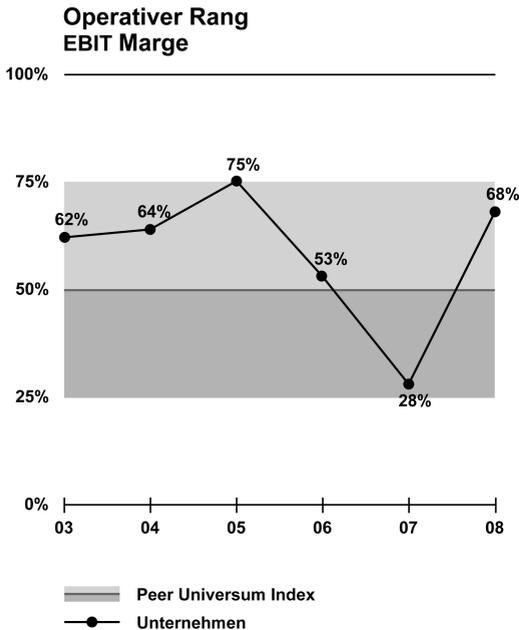


Abb. 8-4: Operativer Rang der EBIT-Marge

Legende: Am operativen Rang der EBIT-Marge wird ersichtlich, dass im Jahr 2005 die beste Performance erreicht wurde, weil in diesem Jahr 75 % aller Vergleichsunternehmen geschlagen wurden. Der operative Rang hat den Vorteil, dass der Konjunkturzyklus aus der Darstellung eliminiert wurde. Die geschwungenen Linien des Zyklus aus dem operativen Index in Abb. 8-1 sind jetzt horizontal dargestellt. Mit dem operativen Rang wird die indexierte Leistung des Unternehmens klar, denn es werden auch die Feinheiten der Leistung ersichtlich. So war das Jahr 2004 in der Tat besser als das Jahr 2003, weil ein höherer operativer Rang erzielt wurde. Diese Information ist im operativen Alpha selbst nicht enthalten.

Der operative Rang misst den Unternehmenserfolg wie im Sport: relativ zu den Wettbewerbern. Im Sport spielen die Zeiten, Punkte und Treffer eine wesentlich geringere Rolle als die am Schluss erzielten Ränge. Es spielt am Ende des Tages keine Rolle, wie schnell die Skifahrerin gefahren ist. Wichtig ist nur, wie viele Konkurrentinnen sie dabei geschlagen hat und ob sie als Sieger, Zweit- oder Drittplatzierte durchs Ziel fuhr. Diese Art der Leistungsmessung hat einige wesentliche Vorteile.

Erstens ist der operative Rang unabhängig von externen Faktoren. Ob es stürmt und schneit oder ob die Sonne scheint, hat zwar auf die erzielte Abfahrtszeit und Geschwindigkeit einen Einfluss, der am Schluss erzielte Rang bleibt aber von diesem externen Einfluss unabhängig, denn es mussten alle Skifahrerinnen unter den gleichen Rahmenbedingungen antreten. Auf das Unternehmen übersetzt, hat die indexierte Leistungsmessung den Vorteil, dass sie unabhängig von der Zeitperiode gültig ist und so ganz unterschiedliche Perioden direkt miteinander verglichen werden können.

Die rangbasierte Leistungsmessung im Sport besitzt aber noch weitere Vorteile. Die erzielten Ränge sind von der gewählten Sportart unabhängig. Olympiagold ist Olympiagold, unabhängig davon, in welcher Sportart es erzielt wurde. Deshalb werden bei den Olympischen Spielen die Medaillen ganz unterschiedlicher Sportarten zusammengezählt, um das beste Land zu ermitteln. Auf die betriebliche Leistungsmessung übertragen, lassen sich ganz unterschiedliche Geschäftsmodelle direkt

miteinander vergleichen. Ein Rang im 75. Perzentil ist bei einem Automobilzulieferer genauso gut wie bei einem Personalvermittler, denn es wurden 75 % der Wettbewerber geschlagen.

Last, but not least besitzt die Rangmessung den Vorteil, dass auch Zwischenränge ermittelt werden können. Auf der Tour de Suisse werden die Ränge auf den Einzelabschnitten gemessen und miteinander verglichen. Auf diese Weise lässt sich ermitteln, welcher Radfahrer auf einer Bergstrecke und welcher auf einer Talstrecke seine Stärken hat. Auf Unternehmen übertragen, hat das in der Leistungsmessung den Vorteil, dass die unterschiedlichsten Kennzahlen über den operativen Rang direkt miteinander vergleichbar werden. Ein Rang im 60. Perzentil ist für das Umsatzwachstum genauso gut wie ein Rang im 60. Perzentil des Gewinnwachstums. Rohmaterialpreisschwankungen oder Absatzpreisschwankungen, die typischerweise diesen Vergleich zwischen Kennzahlen verunmöglichen, werden mit dem operativen Rang neutralisiert. Deshalb können auf diese Art erstmals auch unterschiedliche Funktionen wie Verkauf, Produktion und Verwaltung direkt miteinander verglichen werden.

Mit dem operativen Rang lassen sich also unterschiedliche Geschäftseinheiten, unterschiedliche Kennzahlen und unterschiedliche Zeitperioden auf eine faire und korrekte Art und Weise direkt miteinander vergleichen.

Mit dem operativen Rang wird auch eine nicht unbedeutende Interpretationsaussage gewonnen. Es ist nämlich auch für Nicht-Finanzfachleute relativ einfach, eine Ranginformation zu interpretieren. So kann die indexierende Finanzchefin nicht nur objektiv Leistung messen, sondern sie kann diese Leistung auch viel besser kommunizieren. Mit dem Ausweis des operativen Rangs in der finanziellen Leistungsmessung benötigt man keine Erläuterungen mehr im Anhang – das Ergebnis ist gleichzeitig mit der Darstellung auch Interpretation.

8.3.3 Das Stern Radar zeigt die Gesamtleistung

Um den operativen Unternehmenserfolg zyklusneutral in der Leistungsrechnung darzustellen, sind anstelle der Kennzahl selbst jeweils das operative Alpha und der operative Rang der Kennzahlen auszuweisen. Dies ist zwar theoretisch richtig, stößt aber bei Praktikern i.d.R. auf Unverständnis, weil sich noch wenig Vorstände und Aufsichtsräte damit auskennen.

Deshalb bietet es sich an, den indexierten Leistungsausweis grafisch aufzubereiten. Eine bewährte visuelle Auswertung der indexierten operativen Leistungsmessung ist das Stern Radar, so genannt wegen der sternförmigen Darstellung und in Anlehnung an den Namen des Erfinders. Um im Sinne der bisher eingeführten Bezeichnungen der indexierten Leistungsmessung zu bleiben, wird auch die Bezeichnung operatives Radar verwendet.¹²⁾

12) Die englischen Bezeichnungen für die indexierten Auswertungen sind Operating Index, Operating Trend, Operating Alpha, Operating Rank, Operating Radar und Operating

Contribution. Eine vollständige Liste der Werkzeuge der indexierten operativen Leistungsmessung finden sich auf <http://www.obermatt.com/indexierte-operative-leistungsmessung>.

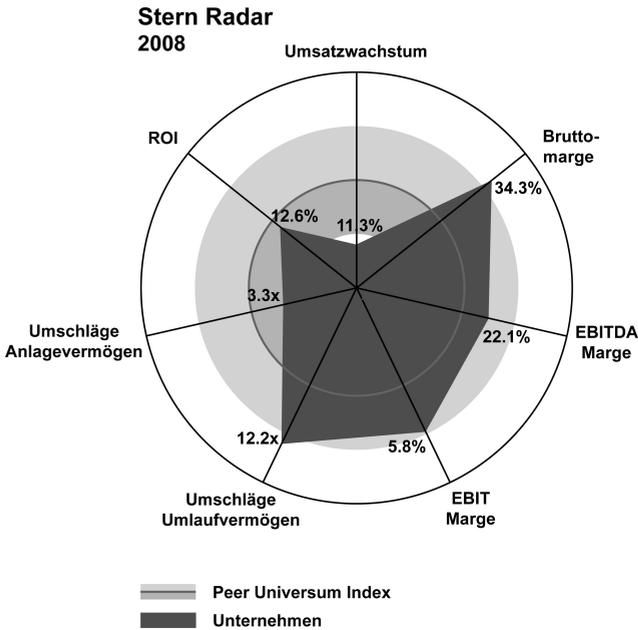


Abb. 8-5: Stern Radar (operatives Radar) der wichtigsten Kennzahlen

Legende: Das Stern Radar zeigt die operativen Ränge Median, sind also überdurchschnittlich. Im Anlagevermögen hingegen positioniert sich das Unternehmen mit Umschläge bis zur Rendite des Unternehmens (im Uhrzeigersinn). Im Bereich des Umsatzwachstums hat das Unternehmen trotz eines Wachstums von 11,3 % eine Schwäche, weil dieses Wachstum im untersten Quartil liegt. Die Margen hingegen liegen jeweils über dem

Das Stern Radar zeigt die Leistung einer betrieblichen Einheit für eine bestimmte Periode anhand von operativen Rängen frei wählbarer Kennzahlen. Als betriebliche Einheit können eine Unternehmensgruppe (oder Holding), ein Geschäftsbereich (oder Division) oder auch eine Region oder ein einfaches Profit Center verwendet werden. Das Stern Radar kann für jede betriebliche Einheit berechnet werden, für die genügend Kennzahlen verfügbar sind. Aussagekraft gewinnt das Stern Radar ab drei Kennzahlen. Als Kennzahlen bieten sich in erster Linie die finanziellen Kennzahlen aus Bilanz, Erfolgs- und Kapitalflussrechnung an. Das Stern Radar schreibt keine Kennzahlen vor. Typischerweise werden aber die Kennzahlen des bewährten DuPont-Kennzahlenschemas verwendet, dem sog. Werttreiberbaum.¹³⁾ Man beginnt oben (»am Nordpol«) mit dem Umsatzwachstum und bewegt sich dann im Uhrzeigersinn entlang der Margen, Kapitaleffizienzen und Renditen. Für die Kennzahlen aus der Kapitalflussrechnung bietet sich ein ähnliches Vorgehen an. Am Nordpol beginnend, werden zuerst die Kapitalflüsse aus der betrieblichen Tätigkeit eingetragen, dann die Kapitalflüsse aus der Investitionstätigkeit und schließlich die Kapitalflüsse aus der Finanzierungstätigkeit. Grundsätzlich ist es besser, Wachstumsraten anstelle von Verhältniskennzahlen zu verwenden, da diese die effektive Periodenleis-

13) Vgl. Hostettler/Stern (2004), S. 46.

tung abbilden und weniger von historischen Einflüssen und buchhalterischen Entscheidungen geprägt sind.¹⁴⁾

8.3.4 Der operative Beitrag bildet Wertbeiträge verschiedener Geschäftsbereiche ab

In größeren Unternehmensgruppen mit mehreren Geschäftsbereichen und in Beteiligungsgesellschaften bietet sich neben dem Stern Radar auch die grafische Auswertung »operativer Beitrag« an (Abb. 8-6). Der operative Beitrag bildet

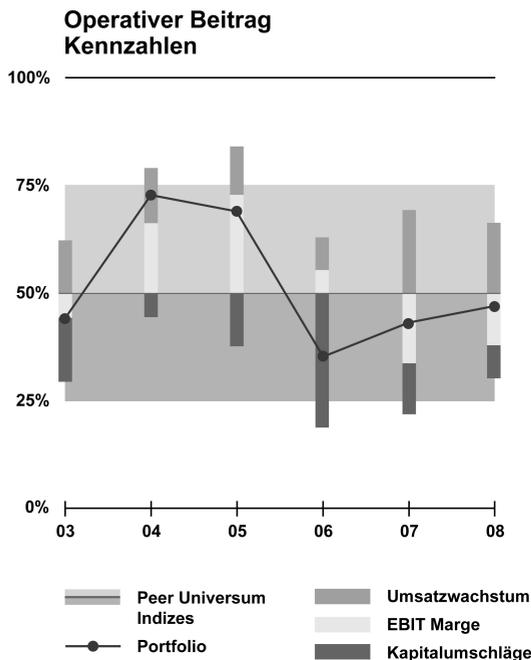


Abb. 8-6: Operativer Beitrag der wichtigsten Kennzahlen im Jahresvergleich

Legende: Das in Abb. 8-6 dargestellte Unternehmen hat über die gesamte Betrachtungsperiode ein überdurchschnittliches Wachstum erzielt. Die operativen Beiträge des Umsatzwachstums sind immer positiv, also oberhalb des Medians. Andererseits besitzt das Unternehmen eine Schwäche in der Kapitalnutzung, denn die operativen Ränge der Kapitalumschläge sind immer negativ, also unterhalb des Medians. Die EBIT-Marge entwickelte sich uneinheitlich. In den Jahren 2004 bis 2006 lag die EBIT-Marge über dem Median des Peer-Universums, während sie in den Jahren 2003 und 2007 bis 2008 unterdurchschnittlich war. Weil sich Ränge addieren und subtrahieren lassen, wie das mit

Olympiamedaillen auch gemacht wird, lässt sich ermitteln, in welchen Jahren insgesamt besser gewirtschaftet wurde als der Markt. Dies war nur in den Jahren 2004 und 2005 der Fall. Nur dann lag die, mit einer Linie verbundenen Punkte dargestellte Summe der operativen Ränge über dem Median (»Portfolio«). Diese Auswertung kann auch gleichzeitig für ein ganzes Portfolio von Unternehmen durchgeführt werden. Auf diese Weise kann z.B. eine Industrieholding oder ein Private-Equity-Unternehmen prüfen, in welchen Funktionsbereichen, z.B. Verkauf, Produktion oder Verwaltung, im Gesamtportfolio am besten gearbeitet wurde. Ohne Indexierung ist diese Analyse unmöglich.

14) Vgl. hierzu die Diskussion bezüglich Wachstumskennzahlen im Abschnitt 8.3.1.

die operativen Beiträge von Kennzahlen über mehrere Perioden ab. Er erweitert also das Stern Radar auf mehrere Perioden. Zur sinnvollen Darstellung wird der operative Rang ausgehend vom Median dargestellt. Dafür werden jeweils vom operativen Rang fünfzig Perzentilränge abgezogen. Ein Perzentilrang von 75 % wird also zu einem Überschussperzentilrang von 25 %. Ein Perzentilrang von 40 % wird entsprechend zu einem Überschussperzentilrang von -10 %. Der Überschussperzentilrang gibt demzufolge an, wie viele Perzentilränge über dem fünfzigsten Perzentil erzielt worden sind. Dieser Rang wird in der indexierten Leistungsmessung als *operativer Beitrag* bezeichnet. Die operativen Beiträge lassen sich, vom Median ausgehend, nach oben und unten abtragen, wie in Abb. 8-6 dargestellt.

Soll eine einzige Kennzahl in einem Gesamtportfolio von Segmenten oder Beteiligungen genauer ausgewertet werden, bietet sich der Ausweis des operativen Beitrags pro Kennzahl an, wie er in Abb. 8-7 für die EBIT-Marge erfolgt. Mit dem operativen Beitrag pro Kennzahl lässt sich das Portfolio im Hinblick auf eine Kennzahl über eine längere Zeitperiode hinweg beurteilen.

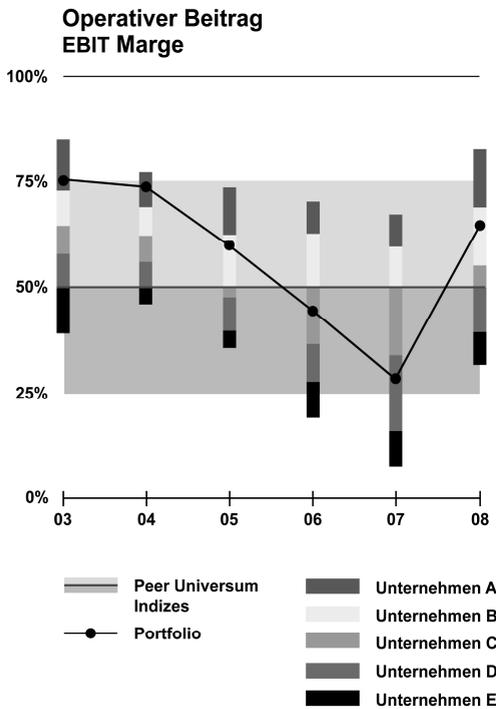


Abb. 8-7: Operativer Beitrag einer Kennzahl von verschiedenen Investitionen

Legende: In Abb. 8-7 werden die operativen Ränge der EBIT-Marge von mehreren Unternehmen (A bis E) dargestellt. Positiv fallen die Unternehmen A und B auf, denn sie weisen in allen untersuchten Jahren überdurchschnittliche Margen auf. Uneinheitlich ist das Ergebnis des Unternehmens C, das in den Jahren 2005 bis 2007 unterdurchschnittliche Ergebnisse erbracht hat. Ganz schlechte EBIT-Margen besitzt das Unternehmen E, das im Betrachtungszeitraum nie eine überdurchschnittliche Marge erzielen konnte.

Aufgrund dieser Darstellung können Vorstände in einer Industrieholding oder Partner einer Private-Equity-Gesellschaft sofort die Stärken und Schwächen im Portfolio erkennen. Dies ist gerade während Wirtschaftszyklen ohne indexierte Leistungsmessung praktisch unmöglich. In einer starken Rezession kann nämlich schon ein fallender Umsatz bedeuten, dass Marktanteile gewonnen wurden. Erst der entsprechend positive operative Beitrag des Umsatzwachstums drückt eine erfolgreiche Wachstumsstrategie aus. Die nackte Kennzahl »Umsatzwachstum« für sich versagt in diesem Fall. Das Gleiche gilt in der umgekehrten Situation auch für Aufschwungphasen. In solchen Phasen kann sogar ein hohes Wachstum bedeuten, dass Marktanteile verloren gehen. Zu oft lehnen sich in solchen Situationen die Vorstände zurück und freuen sich über das gute Ergebnis, anstatt beunruhigt die Wachstumssituation zu analysieren und für härtere Zeiten Vorbereitungen zu treffen. Felix Rohner, Finanzchef der größten Schweizer Private-Equity-Gesellschaft Capvis, erachtet deshalb die operative Indexierung als wertvoll: »Die indexierte Investment-Bewertung zeigt neutral auf, wie gut die Leistung im Portfolio war, ohne dass dafür ein komplexes Finanzmodell notwendig ist oder ein externer Berater mit einer detaillierten Unternehmensbewertung beauftragt werden muss. Das gibt einen guten strategischen Überblick mit vertretbaren Kosten.«

8.4 Indexierte Bonuspläne sind fairer und nachhaltiger

Grundsätzlich kann kein Bonusplan eine Krise der Größenordnung, wie wir sie soeben erlebt haben, verhindern. Bonuspläne sollten aber fair und nachhaltig sein. Zum heutigen Zeitpunkt benötigen wir keine empirische Forschungsarbeit, um festzustellen, dass die aktuellen Bonuspläne weder das eine, noch das andere sind.

Es ist allerdings wenig bekannt, dass das Hauptproblem der heutigen Bonuspläne die im Voraus festgelegten Ziele sind. Die Ziele sind im Aufschwung zu konservativ und führen deshalb zur Lohninflation der variablen Gehaltskomponente. Im Abschwung hingegen sind die Ziele zu aggressiv und führen deshalb zu Korrekturmaßnahmen, um die Leistungsträger im Unternehmen nicht zu verärgern oder gar zu verlieren.¹⁵⁾ Beides kostet viel Geld und beides ist heute in Verruf geraten.

Es hilft wenig, die Ziele über eine längere Periode zu messen oder die Bonuszahlung über mehrere Jahre zu verteilen, worauf einige deutsche Vorstände derzeit hoffen.¹⁶⁾ Denn: Wenn schon ein Jahr nicht richtig geplant werden kann, wird es sicher nicht besser, wenn mehrere Jahre geplant werden müssen.

Nur die Indexierung der Bonusziele löst das Problem der Lohninflation und macht dadurch die Vergütung fairer und nachhaltiger.

15) Stern (2009a).

16) Wie z.B. Volkswagen (Die Welt vom 17.12.09, S. 9) und Fraport (Pressemitteilung vom 14.12.2009).

8.4.1 Indexierte Bonuspläne entkoppeln die Vergütung von der Planung

Konjunkturzyklen bereiten der Finanzabteilung bei der Planung ein noch größeres Problem als beim Ausweis des Unternehmenserfolgs. Wird einmal ein Planziel gesetzt, dann ist es bei starken Zyklen bereits nach wenigen Monaten überholt. Uns gegenüber haben im Verlaufe des Jahres 2009 mehrere Finanzvorstände im Vertrauen zugegeben, dass das Budget bereits zum dritten, vierten oder sogar fünften Mal neu überarbeitet werden musste. Das ist bei den sog. »Beyond Budgeting«-Unternehmen kein Problem. Das Prinzip »Beyond Budgeting« empfiehlt ja gerade eine rollende Planung, die monatlich aktualisiert wird. Der deutsche Fachbuchautor Niels Pfläging spricht deshalb auch in seinem preisgekrönten Buch von »flexiblen Zielen«. ¹⁷⁾ So etwas ist aber leichter gesagt als getan. Viele Unternehmen tun sich schwer damit, das Steuer so einfach aus der Hand zu geben und zum gesunden Menschenverstand aufzurufen, wie es Pfläging empfiehlt. Die Planung ist ein unverzichtbares Koordinationsinstrument von Ressourcen und muss nicht aufgegeben werden, um in den Genuss flexibler Ziele zu kommen.

Das Hauptproblem bei der Planung ist nicht, dass sie zu unflexibel ist, sondern dass die variable Vergütung der Führungskräfte an sie gekoppelt wird. Das führt dazu, dass die Planung zum Kampfplatz der Interessen wird. Selbst dort, wo weniger politisch verhandelt wird, besteht das Problem, dass die anspruchsvollen Planer wegen hoher, ehrgeiziger Ziele finanziell bestraft werden, während die konservativen Persönlichkeiten immer schön ihre mittelmäßigen Ziele erreichen.

Beim Schweizer Landmaschinenproduzenten Bucher Industries hat der Finanzvorstand Roger Baillod die Problematik der Zielsetzung erkannt: »Wir bestrafen eigentlich die ehrgeizigen Manager und belohnen diejenigen, die konservativ planen. Das ist nicht in unserem Sinne.« Den Ansatz hochgesteckter Ziele setzte auch Jack Welsh bei General Electric um, und dank ihm ist diese Philosophie bei erfolgreichen Unternehmen sehr beliebt. Das funktioniert aber nur, wenn die Vergütung von der Planung entkoppelt wird.

Die indexierte operative Leistungsmessung bietet hier eine elegante Lösung. Statt die Leistungsziele an eine absolute Kennzahl zu binden, werden sie relativ zum Markt gesetzt. Mit anderen Worten: Es wird nicht ein Gewinnwachstum vorgegeben, sondern das indexierte Equivalent, also z.B. das operative Alpha oder der operative Rang des Gewinnwachstums. ¹⁸⁾ Dies hat den Vorteil, dass sich der Konjunkturzyklus negativ oder positiv entwickeln kann, ohne dass Manager dafür belohnt oder bestraft werden. Aus diesem Grund hat auch der österreichische Leuchtenhersteller Zumtobel (Börse Wien) auf eine indexierte Vergütung umgestellt, wie der Finanzvorstand Thomas Spitzenpfeil erläutert: »Für uns war es wichtig, die Vergütung von der Planung zu trennen, damit sowohl die Planung stimmt als auch die Vergütung.« So ist die Planung immer auf dem neusten, und vor allem auf dem korrekten, Stand. Die Interessenlage der Manager ändert sich mit der Indexierung der Bonusziele: Jeder Manager möchte jetzt möglichst genau und eher aggressiv planen, damit auch

17) Pfläging (2006).

18) Ausführlich erläutert sind indexierte Bonuspläne in Stern (2009b).

sichergestellt ist, dass die Konkurrenz deutlich geschlagen wird. Denn nur dann wird ein überdurchschnittlicher Bonus erzielt.

8.4.2 Indexierte Bonuspläne sind fair gegenüber Managern und Aktionären

Sowohl im Aufschwung als auch im Abschwung bleibt das indexierte Bonusziel krisensicher und fair.¹⁹⁾ Es bleibt für die Manager fair, denn nur die operative Leistung wird gemessen und nicht der Einfluss von externen Faktoren. Diese Faktoren werden durch die Indexierung »wegindexiert«. Indexierte Bonuspläne sind aber auch deshalb gerecht, weil sie nicht vom irrationalen Verhalten opportunistischer Aktienhändler abhängig sind, wie das bei vielen traditionellen Bonusplänen der Fall ist. Nicht zuletzt bleibt das indexierte Bonusziel auch in der Rezession fair, denn gute Manager, die ihre Konkurrenten überflügeln, erhalten auch in der Rezession einen Bonus: Die Gefahr, dass sie verärgert werden oder gar zur Konkurrenz überlaufen, ist gebannt.

Indexierte Bonuspläne sind aber nicht nur gerecht gegenüber Managern. Sie sind auch im Interesse der Aktionäre. Warum sollten Aktionäre den Wirtschaftszyklus honorieren? Ist es nicht viel wichtiger, dass die Führungskräfte für ihre eigene Leistung honoriert werden? Schließlich messen professionelle Anleger ihre Anlageperformance ebenfalls relativ zu einem Index. Es ist also naheliegend, eine relative Honorierung auch dem Vorstand zu gewähren.

Dies hat zudem den gesellschaftspolitischen Vorteil, dass die Lohnspirale durch den wirtschaftlichen Aufschwung nicht zusätzlich angeheizt wird. Denn es ist im Aufschwung genauso schwer wie im Abschwung, die Konkurrenz zu schlagen. Also gibt es nicht plötzlich mehr Gehalt, nur weil verhandelte Budgetziele das Ausmaß des Aufschwungs nicht antizipiert hatten.

Zu guter Letzt haben indexierte Bonuspläne für Aktionäre den Vorteil, dass sie auf externen, überprüfbaren und öffentlichen Daten aufbauen. Es ist also für den Aktionär direkt selbst nachvollziehbar, ob ein Bonus verdient wurde oder nicht. Er braucht dafür die internen und meist geheimen Pläne und Ziele gar nicht zur Verfügung zu haben, um die Höhe des variablen Gehalts zu beurteilen.²⁰⁾

8.4.3 Der Obermatt Bonusindex macht die Vorstandsvergütung unabhängig und nachhaltig

Weil verdiente indexierte Bonushöhen neutral von außen ermittelt werden können, veröffentlicht das Schweizer Finanzresearch-Unternehmen Obermatt zweimal im Jahr den Obermatt Bonusindex für die börsennotierten Unternehmen in Deutschland, der Schweiz und Großbritannien.²¹⁾ Für Obermatt-Kunden wird der Bonusindex quartalsweise berechnet, damit jederzeit bekannt ist, wo das Unterneh-

19) Zur Indexierung von Optionsplänen vgl. Rappaport (1999).

20) Vgl. Gillies (2009), S. 16 und Gillies (2007), S. 26.

21) Vgl. <http://www.obermatt.com/bonusindex>.

men steht und die korrekten Rückstellungen für den Bonus gebucht werden können. So ist auch sichergestellt, dass das Bonusindex-Resultat vor Bekanntmachung der eigenen Zahlen verfügbar ist.

Obermatt verwendet für seinen Bonusindex den operativen Rang, um einen *Bonusmultiplikator zu errechnen*. Dieser ist in der Abb. 8-8 dargestellt. Je mehr Wettbewerber geschlagen werden, desto höher fällt der Bonusmultiplikator aus, mit dem der Zielbonus des Bonusempfängers multipliziert wird.

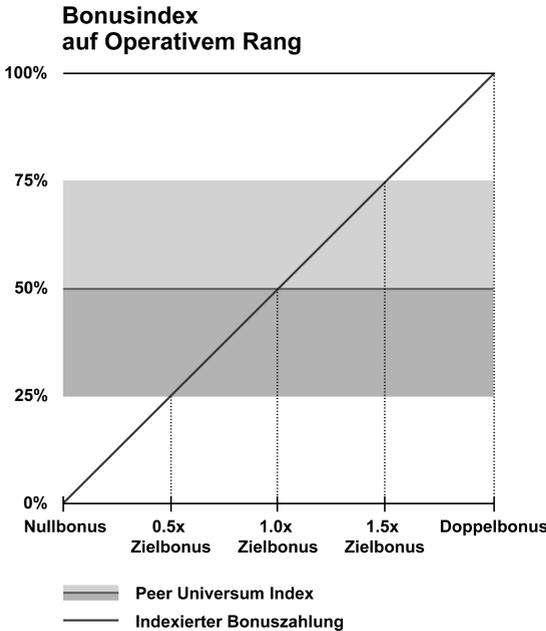


Abb. 8-8: Indexierter Bonus auf Basis des operativen Rangs

Legende: Ist das zu beurteilende Unternehmen gemessen am Median genauso gut wie der Markt, dann zahlt der Bonusindex den Median Bonus (Zielbonus).²²⁾ Die Philosophie dahinter ist: »Median pay for median performance,« oder auf Deutsch: »für durchschnittliche Leistung wird durchschnittlich bezahlt.«

Schneidet das Unternehmen von allen Vergleichsunternehmen am schlechtesten ab, erhält der Vorstand keinen Bonus. Umgekehrt hat sich der Vorstand des besten Unternehmens einen doppelten Bonus verdient. Dazwischen wird linear interpoliert, wie es aus Abb. 8-8 ersichtlich ist.

Typischerweise verwendet Obermatt als Kennzahl für den Bonusindex das Gewinnwachstum (Delta EBITDA oder Delta EBIT, standardisiert mit Umsatz oder Eigenkapital), weil das Gewinnwachstum nach der Bewertungstheorie langfristig direkt mit der Aktionärsrendite auf Basis des Unternehmenswertes korreliert. Je höher der Gewinn, desto höher der Unternehmenswert.²³⁾

22) Der Zielbonus wird i.d.R. bei Unternehmen bei der Anstellung und in jährlichen Intervallen so festgelegt, dass er dem Medianbonus von Führungskräften entspricht, die in vergleichbaren Funktionen arbeiten.

23) Um Basiseffekte zu vermeiden, wird der Delta EBITDA, Delta EBIT oder Delta Betriebsgewinn verwendet, der mit der Unternehmensgröße (auf Basis von Umsatz oder Eigenkapital) skaliert wird, um große und kleine Unternehmen miteinander vergleichbar zu machen.

Der Bonusindex ist auch im Interesse der Aktionäre, weil eine unabhängige Drittpartei die Bonushöhe mittels der objektiven Methodik der indexierten Leistungsmessung ermittelt. Aus diesem Grund verwendet die englische Proxy Advisory Gesellschaft Manifest, die Abstimmungsempfehlungen für institutionelle Anleger vorbereitet, den Bonusindex als Maßstab für die Beurteilung von Vergütungspaketen für Vorstände. Die Manifest-Geschäftsführerin Sarah Wilson schätzt dabei insbesondere die Unabhängigkeit des Obermatt Bonusindexes: »Wir verwenden den Obermatt Bonusindex, weil er uns erlaubt, die Bonushöhen der Führungskräfte von einer unabhängigen Warte aus zu beurteilen. Dadurch können wir sicherstellen, dass der Leistungsanreiz in den von uns abgedeckten Eurotop 350-Unternehmen stimmt.«

In Deutschland hat der Obermatt Bonusindex auch eine rechtliche Dimension. Das am 5.8.2009 in Kraft getretene Gesetz zur Angemessenheit von Vorstandsvergütungen (VorstAG) sieht vor, dass die Vergütung nachhaltig sein muss. Was ist nachhaltiger, als besser zu sein als der Wettbewerb? Hier versagt jedes nicht indexierte Kriterium, denn weder die heutige Gewinnhöhe noch der aktuelle Aktienpreis sind in der Lage, eine Benchmark für die zukünftige Nachhaltigkeit zu liefern. Weil 2009 die meisten Unternehmen weniger Gewinn gemacht haben und einen tieferen Aktienkurs ausweisen als 2008, heißt das noch lange nicht, dass keiner nachhaltig gearbeitet hat. Die Hälfte dieser Unternehmen hat die andere Hälfte geschlagen und ein positives operatives Alpha erzielt.

Nur die Position relativ zu Vergleichsunternehmen kann eine Auskunft über die Nachhaltigkeit der Leistung geben. Denn solange man besser ist als die anderen, ist dies ein nachhaltiges Ergebnis – auch in der schwärzesten Rezession. Aus diesem Grund empfiehlt Jella Susanne Benner-Heinacher, Geschäftsführerin der deutschen Schutzvereinigung für Wertschriftenpapierbesitz DSW, die sorgfältige Prüfung relativer Kriterien jeder börsennotierten Gesellschaft, wenn es um die Ausgestaltung einer nachhaltigen Vorstandsvergütung geht.

8.5 Handlungsempfehlungen

Werkzeug	Nutzung der indexierten operativen Leistungsmessung im Unternehmen
Operativer Index	<ul style="list-style-type: none"> • Plausibilitätsprüfung des Peer-Universums: Ist zu beobachten, dass die interne Leistung mit dem operativen Index korreliert? • Plausibilitätsprüfung der Planung: Ist das Budget/die Planung im Hinblick auf die historische Leistung im Vergleich zum Index plausibel? • Investor Relations: Darstellung der internen Leistung im Vergleich zur Marktentwicklung.
Operativer Trend	<ul style="list-style-type: none"> • Plausibilitätsprüfung des Peer-Universums: Verlaufen die operativen Trends verwandter Peergruppen parallel zu den direkten Konkurrenten? • Strategie: Welche Marktentwicklungen (operative Trends) sind zu beobachten, die strategisch interessant sein könnten?

Werkzeug	Nutzung der indexierten operativen Leistungsmessung im Unternehmen
Operatives Alpha	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzielle Leistungsmessung: Weil das operative Alpha die Leistung zyklusunabhängig ausweist, wird es pro Finanzkennzahl berechnet. • Bonuspläne: Anstelle von Zielen auf der Basis traditioneller Finanzkennzahlen werden die Ziele als operatives Alpha gesetzt, weil das nachhaltiger und fairer ist.
Operativer Rang	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzielle Leistungsmessung: Weil der operative Rang die Leistung universell vergleichbar ausweist, wird er für das Reporting pro Finanzkennzahl berechnet. • Bonuspläne: Anstelle von Zielen auf der Basis traditioneller Finanzkennzahlen werden die Ziele als operative Rangziele gesetzt, weil das nachhaltiger, fairer aber auch einfacher ist.
Stern Radar	<ul style="list-style-type: none"> • Leistungsbeurteilung: Weil das Stern Radar die Leistung aller gewünschten Finanzkennzahlen gleichzeitig universell vergleichbar ausweist, wird er pro Geschäftseinheit und Zeitperiode für die Leistungsbeurteilung im Reporting berechnet.
Operativer Beitrag	<ul style="list-style-type: none"> • Strategie- und Leistungsbeurteilung: Weil der operative Beitrag die Leistung gleichzeitig für mehrere Perioden universell vergleichbar ausweist, wird er für periodische Strategieüberprüfungen berechnet.
Indexierte Bonuspläne	<ul style="list-style-type: none"> • Indexierte Bonuspläne sind fairer für Manager und Aktionäre, weil sie den Einfluss des Zyklus und den Einfluss von »Market Sentiment« an der Börse neutralisieren. • Bonuspläne werden nicht geändert, nur das Ziel wird indexiert gesetzt. Damit werden Planung und Vergütung voneinander getrennt.
Obermatt Bonusindex	<ul style="list-style-type: none"> • Der Obermatt Bonusindex ist ein indexierter Bonusplan, der zudem die Kriterien der »Unabhängigkeit« und »Nachhaltigkeit« nach dem neuen deutschen Gesetz zur Angemessenheit von Vorstandsvergütungen (VorstAG, 5.8.2009) erfüllt.

Literatur

- Gillies, C.: Financial Times Deutschland enable 12/2007, S. 26.
- Gillies, C.: VDI Nachrichten, 9.1.2009, S. 16.
- Hostettler S./Stern H.: Das Value Cockpit, Weinheim 2004.
- Pfläging N.: Führen mit flexiblen Zielen, Frankfurt 2006.
- Porter, M.: Harvard Business Review 1-2008, S. 78–93.
- Rappaport, A.: New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance, Harvard Business Review 3-1999.
- Stern, H. (2009a): SSRN Working Paper: On Compensation Policy: Accounting's Contribution to Executive Pay, 26.4.2009; verfügbar auf SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1395291>.
- Stern, H. (2009b): Controlling Management, Juli 2009, S. 4–9.
- Stern, H. (2007a): Zeitschrift für Corporate Governance, Dezember 2007, S. 246–250.
- Stern, H. (2007b): Marktorientiertes Value Management, Weinheim 2007.