Schmalenbach IMPULSE (2025) 5: 1-5
https://doi.org/10.54585/NTIP8565

Vergütungsvereinbarungen auf Basis der Nettoperformance von Unternehmen – Ausgestaltung, Analyse und Interpretation

Christian Hofmann *

1 Aktienkursbasierte Vergütung und ihre Rolle bei der Nettoperformance

Aktienkursbasierte Vergütungen in Form von Aktienoptionen, bedingten Aktienzuteilungen, Aktienwertsteigerungsrechten (Stock Appreciation Rights) oder Belegschaftsaktienprogrammen (Employee Stock Purchasing Programs) sind weit verbreitete Formen der erfolgsabhängigen Vergütung. Da der Aktienkurs den Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens widerspiegelt, werden aktienkursbasierte Vergütungsvereinbarungen häufig eingesetzt, um den Vorstand und andere Führungskräfte des Unternehmens zur Steigerung des Shareholder Value zu motivieren. Aktienkurssteigerungen messen dabei die Nettoperformance des Unternehmens, d.h. die Performance nach Abzug der aktienbasierten Vergütung. Dieses scheinbar technische Detail hat große Auswirkungen auf die optimale Ausgestaltung von aktienbasierten Vergütungsvereinbarungen sowie auf die Analyse und Interpretation von veröffentlichten Vergütungsvereinbarungen.

Der Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens und damit auch der Aktienkurs lassen sich durch die diskontierten Dividendenzahlungen an die Eigentümer schätzen. Da die Vergütung des Vorstands und weiterer Führungskräfte die Dividenden mindert, misst die Aktienkursentwicklung die Nettoperformance des Unternehmens. Aktienkursbasierte Vergütungsvereinbarungen können daher als Nettoverträge charakterisiert werden. Im Gegensatz dazu sind Vergütungsvereinbarungen, die auf dem Umsatz oder nicht-finanziellen Messgrößen wie Produktqualität, CO2-Ausstoß oder Mitarbeiterzufriedenheit basieren, Bruttoverträge.

* Prof. Dr. Christian Hofmann | Institut für Unternehmensrechnung und Controlling | LMU Munich School of Management

Die Bedeutung von Nettoverträgen und der damit einhergehenden Verwässerung des Shareholder Value ergibt sich unter anderem aus der US-amerikanischen Gesetzgebung (Dodd-Frank Act) und den darauf basierenden Maßnahmen der SEC. Danach sind Unternehmen verpflichtet, Informationen über den Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und finanzieller Unternehmensperformance unter besonderer Berücksichtigung möglicher Veränderungen des Aktienkurses zu veröffentlichen. Die in diesem Zusammenhang typischerweise veröffentlichte Kennzahl zur erfolgsabhängigen Vergütung (Pay-for-Performance-Sensitivity, PPS) unterscheidet sich jedoch zwischen Brutto- und Nettovergütungsvereinbarungen, und die Differenz nimmt mit der Verwässerung des Shareholder Value zu. Dieser Umstand erfordert eine weitere Standardisierung der zu veröffentlichenden Informationen über die erfolgsabhängige Vergütung.

Die Vergütung von Mitarbeitenden kann zu einer starken Verwässerung des Shareholder Value und damit zu großen Unterschieden zwischen Brutto- und Nettovergütungsvereinbarungen führen. Das Unternehmen Tesla und die Vergütung seines CEO Elon Musk sind ein gutes Beispiel dafür. Im Jahr 2018 haben die Aktionäre einem weiteren Aktienoptionspaket für Musk zugestimmt, das den Shareholder Value um bis zu 12% zusätzlich verwässern könnte. Aber auch in vielen Start-up- und Technologieunternehmen kann die Höhe der Vergütung und ihr Anteil am Shareholder Value erheblich sein.

2 Ökonomische Analyse des optimalen Nettovertrags

In einer ersten Studie erweiterten wir das auf Bengt Holmstrom (1979) zurückgehende Standardmodell der Prinzipal/Agenten-Theorie um wichtige Eigenschaften einer aktienkursbasierten Vergütung (Hofmann, Huddart und Pfeiffer 2023). Erstens reduziert die Vergütung des Agenten die Nettoperformance des Unternehmens, wobei der Prinzipal nur diese Nettoperformance für die Vertragsgestaltung heranziehen kann. Zweitens kann die Nettoperformance (wie bei Aktienkursen üblich) nicht negativ werden. Bei der Lösung dieses Modells ergibt sich eine Art Henne-Ei-Problem: Einerseits ist die optimale Vergütung das Ergebnis der Modellanalyse, andererseits bestimmt die Vergütung aber auch die Nettoperformance und damit eine zentrale Ausgangsgröße des Modells. In einer Gleichgewichtsanalyse überwinden wir dieses Problem und charakterisieren den optimalen Nettovertrag.

Die Analyse des optimalen Nettovertrags liefert wichtige Erkenntnisse über seine Eigenschaften im Vergleich zum optimalen Bruttovertrag. Für ökonomisch äquivalente, optimale Netto- und Bruttoverträge finden wir, dass die Vergütung beim Nettovertrag stärker mit der zugrunde liegenden Performance steigt als beim Bruttovertrag. Ein optimaler Vertrag kann dabei als eine Mischung aus gewährten Aktien und Aktienoptionen interpretiert werden. Im Vergleich zum optimalen Bruttovertrag zeichnet sich der optimale Nettovertrag durch zusätzliche optionsartige Instrumente und eine höhere Vergütung in Aktienoptionen als in Aktien aus. Diese Erkenntnisse sind darauf zurückzuführen, dass der Nettovertrag eine höhere

Konvexität in der zugrunde liegenden Performance aufweist als der Bruttovertrag. In praktischen Vergütungsvereinbarungen kann die höhere Konvexität z.B. durch die Gewährung von Aktienoptionen mit unterschiedlichen Laufzeiten und Ausübungspreisen oder durch die Verknüpfung der Aktienoptionen mit weiteren Leistungsbedingungen erreicht werden.

Darüber hinaus stellen wir fest, dass sich auch konventionelle Maße der erfolgsabhängigen Vergütung (PPS) bei ökonomisch äquivalenten, optimalen Brutto- und Nettoverträgen unterscheiden. Dies erschwert den Vergleich veröffentlichter PPS-Kennzahlen, wenn Unternehmen unterschiedliche Vergütungsverträge und Performancemaße verwenden. Definiert man die PPS-Kennzahl als absolute Veränderung der Vergütung im Verhältnis zur absoluten Veränderung des Shareholder Value, so ist die PPS-Kennzahl des Nettovertrags immer höher als die PPS-Kennzahl des Bruttovertrags. Wird die PPS-Kennzahl hingegen als prozentuale Veränderung der Vergütung im Verhältnis zur prozentualen Veränderung des Shareholder Value definiert, so kann die PPS-Kennzahl des Nettovertrags je nach Höhe der fixen Vergütung größer oder kleiner als die PPS-Kennzahl des Bruttovertrags sein. Die alleinige Veröffentlichung der PPS-Kennzahl für einen Vorstand liefert daher kein vollständiges Bild über die bestehenden Leistungsanreize, und ein Vergleich der veröffentlichten PPS-Kennzahlen zwischen Unternehmen kann zu Fehlschlüssen führen, wenn sich die Unternehmen in der Verwendung von Brutto- und Nettoverträgen unterscheiden.

Die Modellanalyse liefert damit wichtige Erkenntnisse für empirische Studien, die die Erfolgsabhängigkeit der Vorstandsvergütung von der Unternehmensperformance empirisch schätzen. Unterschiede in den geschätzten PPS-Kennzahlen können somit auch auf die unterschiedliche Neigung der Unternehmen zur Verwendung von Brutto- oder Nettoverträgen zurückzuführen sein.

3 Empirische Studie zur CEO-Vergütung – Verzerrungen durch Nettomaße

In einer zweiten Studie untersuchten wir, wie sich unterschiedliche Brutto- bzw. Nettoperformancemaße von Unternehmen auf die Ergebnisse empirischer Standardmodelle zur Schätzung der Erfolgsabhängigkeit von Vorstandsvergütungen auswirken (Black et al. 2024). In diesen Analysen wird die veröffentlichte Vorstandsvergütung auf definierte Performancemaße des Unternehmens und einer Vergleichsgruppe regressiert.

Ziel dieser empirischen Studien ist es unter anderem, die Implikationen der Prinzipal/Agenten-Theorie zu testen. Erstens zeigt der Koeffizient der Unternehmensperformance die Stärke des Zusammenhangs zwischen Vergütung und Unternehmensperformance und liefert damit Hinweise auf bestehende Leistungsanreize. Zweitens gibt der Koeffizient für die Performance einer Vergleichsgruppe Hinweise darauf, inwieweit ein Unternehmen die relative Leistungsbeurteilung nutzt, um systematische Risiken zu reduzieren. Beide Anhaltspunkte sind zum Beispiel für unter-

nehmensexterne Akteure wie Finanzanalysten wichtig, die aus ihren Analysen auf das bestehende Ausmaß guter Corporate Governance schließen.

Empirische Vergütungsstudien verwenden typischerweise den Jahresüberschuss oder die Gesamtkapitalrendite als Maß für die rechnungswesenbasierte Unternehmensperformance, d.h. die Nettoperformance nach Abzug der Aufwendungen für die Vorstandsvergütung. Im Gegensatz dazu basieren die zu testenden Implikationen der Prinzipal/Agenten-Theorie in der Regel auf der Analyse von Bruttoperformancemaßen, d.h. der Unternehmensperformance vor Abzug der Aufwendungen für Vorstandsvergütungen. Diese Diskrepanz zwischen theoretischer Fundierung und empirischer Schätzung kann eine Erklärung dafür liefern, warum empirische Studien häufig Hinweise auf schwache Leistungsanreize liefern (Jensen und Murphy 1990) und warum Unternehmen die relative Leistungsbeurteilung offenbar nur selten einsetzen (Albuquerque 2009).

Anhand einer Modellanalyse zeigen wir zunächst, dass die Verwendung einer Nettoperformance in empirischen Vergütungsstudien zu verzerrten Regressionskoeffizienten und damit zu einer Fehlinterpretation der Vorstandsvergütung führen kann. Insbesondere zeigt sich, dass es je nach Stichprobe sowohl zu einer Über- als auch zu einer Unterschätzung der Regressionskoeffizienten kommen kann. Demgegenüber liefert die Verwendung einer Bruttoperformance unverzerrte Regressionskoeffizienten und damit unverzerrte Hinweise auf bestehende Leistungsanreize und den Einsatz der relativen Leistungsbeurteilung.

Für eine Stichprobe von 3.842 US-amerikanischen Unternehmen für den Zeitraum von 1992 bis 2019 schätzen wir anschließend die Determinanten der CEO-Vergütung. Um unverzerrte Regressionskoeffizienten zu ermitteln, korrigieren wir den Jahresüberschuss um den Aufwand für die Vorstandsvergütung. Bei Verwendung dieser Bruttoperformance zeigt sich, dass ein Anstieg der Bruttoperformance um eine Standardabweichung mit einem durchschnittlichen Anstieg der CEO-Gehälter um 123.000 US-Dollar einhergeht. Dieses Ergebnis deutet auf substanzielle Leistungsanreize hin. Darüber hinaus legen die Ergebnisse der empirischen Analysen nahe, dass Unternehmen die relative Leistungsbeurteilung in großem Umfang nutzen, um systematische Risiken aus der Vorstandsvergütung herauszufiltern.

4 Implikationen für die Gestaltung und empirische Analyse von Vergütungsverträgen

Beide Studien verdeutlichen, dass ein scheinbar technisches Detail -- die Verwendung eines Nettoperformancemaßes -- erhebliche Auswirkungen auf die optimale Gestaltung von Vergütungsvereinbarungen sowie auf die Durchführung und Interpretation empirischer Vergütungsstudien haben kann. Dieses Detail erhöht die Komplexität optimaler aktienkursbasierter Vergütungsvereinbarungen. Für empirische Vergütungsstudien ist bei der

Verwendung von Nettomaßen eine geeignete theoretische Fundierung abzuleiten bzw. sind die Nettomaße in geeignete Bruttomaße umzurechnen.

Literaturverzeichnis

Albuquerque, A. 2009. Peer firms in relative performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics* 48(1): 69-89.

Black, D. E., S. S. Dikolli, C. Hofmann, T. Pfeiffer. 2024. Estimating the sensitivity of CEO compensation to gross versus net accounting performance. *Contemporary Accounting Research* 41(1): 255-291.

Hofmann, C., S. Huddart, T. Pfeiffer. 2023. An analysis of net-outcome contracting with applications to equity-based compensation. *Review of Accounting Studies* 28(3): 1657-1689.

Holmstrom, B. 1979. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10(1): 74–91.

Jensen, M. C., K. J. Murphy. 1990. *Journal of Political Economy* 98(2): 225-264.

The Economist. 2016. *Tech firms shell out to hire and hoard talent.* [online] https://www.economist.com/business/2016/11/05/tech-firms-shell-out-to-hire-and-hoard-talent. [10.03.2025]