



**University of  
Zurich** <sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2015

---

## **Management-Vergütung in börsennotierten Unternehmen: Equity statt Bonus!**

Rost, Katja ; Amberg, Teddy

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich  
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-133268>  
Journal Article

Originally published at:

Rost, Katja; Amberg, Teddy (2015). Management-Vergütung in börsennotierten Unternehmen: Equity statt Bonus! HR - Performance, 6:14-15.



Management-Vergütung in börsennotierten Unternehmen:

# Equity statt Bonus

**D**ie Diskussion um Managementgehälter und Lohnexzesse in börsennotierten Unternehmen ist seit Jahren ein Dauerthema. Es lohnt sich ein Blick auf die Anreizsysteme der Private-Equity-Investoren gegenüber dem Top-Management ihrer Beteiligungen. Hier gilt der Grundsatz „Equity statt Bonus“. Die Manager Private-Equity-finanzierter Unternehmen sehen sich einem starken Aktionär und Aufsichtsrat gegenüber. Sie müssen sich mit eigenem Geld am Unternehmen beteiligen. Manager haben somit nicht nur die Aussicht auf Gewinne (Lohn, Bonus, Aktienpakete, etc.) sondern tragen auch ein effektives privates Verlustrisiko. Im Gegensatz zu Managern börsennotierten Unternehmen werden Manager Private-Equity-finanzierter Unternehmen zu echten Unternehmern. Ihre Interessen gleichen sich denen der Aktionäre an. Das Grundproblem des „Pay-without-performance“, das in börsennotierten Unternehmen immer wieder Anlass zur Diskussion um Lohnexzesse führt, scheint gelöst.

## „Smart Money“

Private Equity bezeichnet zeitlich begrenzte Investitionen in nicht-börsennotierte Unternehmen mit dem Ziel der Weiterentwicklung oder Restrukturierung dieser Unternehmen. In Frage kommen junge, neu gegründete Unternehmen (Venture Capital) aber auch etablierte Unternehmen (Buyout). Typischerweise erwerben Private-Equity-Investoren Mehrheiten an Unternehmen und sind als Hauptaktionäre im Aufsichtsrat vertreten. Dadurch bringen sie ihre Erfahrung direkt in das Unternehmen ein und beeinflussen aktiv die Unternehmensstrategie. Private Equity wird deshalb auch als „Smart Money“ bezeichnet. Die Renditen von Private Equity liegen im historischen Vergleich pro Jahr ungefähr 3-5 Prozent über denjenigen des öffentlichen Aktienmarktes.

Bekannte Private-Equity-Investoren sind Blackstone (USA), CVC Capital Partners (Grossbritannien), EQT (Schweden), KKR (USA), Partners Group (Schweiz), Permira (Grossbritannien), The Carlyle Group (USA) oder TPG Capital (USA). Grössere Private-Equity-Investitionen in Deutschland sind beispielsweise die erfolgte Übernahme des Einzelhändlers Douglas

durch CVC Capital Partners oder der Verkauf der Hörgerätesparte von Siemens an EQT.

## Der Manager wird zum Unternehmer

Der Private-Equity-Industrie stehen als Anreizsysteme für das Management ihrer Beteiligungen grundsätzlich dieselben Instrumente zur Verfügung, die auch in börsennotierten Unternehmen Anwendung finden: fixes Jahresgehalt, variabler Anteil und langfristige Beteiligungsprogramme. Der entscheidende Unterschied ist, dass die Kapitalbeteiligungen nicht einfach zugeteilt werden, sondern vom Management mit eigenem Geld erworben werden müssen. Die Beteiligung mit eigenem Geld ist für Private-Equity-Investoren ein Schlüsselkriterium für die Zusammenarbeit mit einem Manager. Die Beteiligungshöhe beträgt dabei in der Regel einige Jahresgehälter. Ein Private-Equity-Vertreter sagt dazu: „Der CEO kann sein Haus und seinen Kombi behalten, muss für die Beteiligung aber das Ferienhaus und den Sportwagen verkaufen“. Das Management geht ein persönliches Gewinn- und Verlustrisiko ein und wird zum Unternehmer. Die Beteiligung des Managements erfolgt primär über den Verkauf von Aktien an das Management, welche häufig mit einem gewissen Hebel versehen sind (Sweet Equity).

Die zeitlich begrenzte Beteiligungsdauer von Private-Equity-Investoren von durchschnittlich fünf bis sechs Jahren ermöglicht die Anreize des Managements mit den Zielen der Aktionäre abzustimmen. So unterliegen die Aktien des Managements während der Haltedauer der Private-Equity-Investoren einer Verkaufssperre und Aktionäre und Management sitzen in einem Boot. Management-Anreizsysteme werden somit genau auf die strategischen Initiativen der Private-Equity-Investoren zur Wertsteigerung ausgerichtet.

## Starker Aufsichtsrat

Private-Equity-Investoren sind als Mehrheitsaktionäre direkt im Aufsichtsrat vertreten und verwenden viel Zeit für diese Aufgabe. Dadurch

wird dem Aufsichtsrat eine hohe Macht verliehen. Im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen ist der Aufsichtsrat von Private-Equity-finanzierten Unternehmen kleiner, aktiver, informierter und stärker. Private-Equity-Investoren können dadurch andere Management-Anreizstrukturen implementieren als viele börsennotierte Unternehmen.

Um die Frage zu klären, ob aus diesem Grund ein anderer Typus Manager bei Private-Equity-finanzierten Unternehmen arbeitet als in börsennotierten Unternehmen, haben wir die Lebensläufe von mehr als 400 CEOs von Private-Equity-finanzierten und börsennotierten Unternehmen verglichen. Wir untersuchten das Alter, das Geschlecht, die Ausbildung und den Karriereverlauf der Manager. Zudem prüften wir, ob Manager selbst unternehmerisch tätig waren oder ob sie auf eine reine Angestelltenkarriere zurückblicken.

Unsere Resultate zeigen, dass keine Unterschiede zwischen Manager Private-Equity-finanzierter und Managern börsennotierten Unternehmen bestehen. Die Manager beider Gruppen sind ungefähr gleich alt, grösstenteils Akademiker und mehrheitlich Männer. Die Manager Private-Equity-finanzierten Unternehmen waren in ihrem bisherigen Karriereverlauf auch nicht häufiger selber unternehmerisch tätig als die Manager der börsennotierten Unternehmen.

Somit bestätigt unsere Untersuchung, dass sich die Management-Anreizsysteme der Private-Equity-Industrie nicht deswegen unterscheiden, weil die Manager anders sind. Vielmehr werden andere Anreizsysteme durchgesetzt, weil die Private-Equity-Aktionäre und ihr Aufsichtsrat stärker sind.

## Empfehlungen für bessere Anreizsysteme in börsennotierten Unternehmen

Aus den Erkenntnissen aus der Private-Equity-Industrie lassen sich drei Empfehlungen für bessere Management-Anreizsysteme in börsennotierte Unternehmen ableiten.

- 1.** Eigenkapitalbeteiligung des Managements mit eigenem Geld: Das Management soll sich mit eigenem Geld am Unternehmen beteiligen. Im Unterschied zu zugeteiltem Eigenkapital führt die Beteiligung mit eigenem Geld zu einem echten Risikotransfer mit vollem Gewinn- als auch Verlustpotenzial. Die Beteiligung mit eigenem Geld hat überdies Signalwirkung, weil sie ein Bekenntnis des Managements zum Unternehmenswert und zur eingeschlagenen Strategie voraussetzt. Die Interessen von Aktionär und Management werden vereint und der Manager wird gewissermassen zum Unternehmer.
- 2.** Stärkung des Aufsichtsrats: Die Position des Aufsichtsrats gegenüber dem Management ist zu stärken. Der Aufsichtsrat gibt die Strategie vor und überwacht das Management. Dazu müssen die Aufsichtsratsmitglieder das Unternehmen und die Branche sehr gut kennen, genügend Zeit für ihr Mandat aufwenden können und vom Management unabhängig sein. Ein kleiner,

schlagkräftiger, kompetenter und unabhängiger Aufsichtsrat ist dabei einem grossen, repräsentativen Gremium vorzuziehen, dessen Mitglieder noch zahlreichen anderen Tätigkeiten nachgehen.

- 3.** Einführung mehrjähriger variabler Anreize: Variable Anreize sind an mehrjährige Ziele oder Projekte zu knüpfen. Jährliche Zielvorgaben müssen sich an der langfristigen Unternehmensstrategie orientieren und daran gemessen werden. Dies verringert die Gefahr kurzfristiger Bonusmaximierung durch Budget Gaming oder das Eingehen zu hoher Risiken. Die Auszahlung mehrjähriger Bonusprogramme sollte dabei an bestimmte Hürden wie eine Mindest-Wertentwicklung des Unternehmens gekoppelt werden, um die Managementvergütung an den langfristigen Erfolg des Unternehmens und der Aktionäre zu koppeln.

Natürlich können nicht alle Private-Equity-finanzierten Unternehmen als Beispiele für gute Anreizsysteme herangezogen werden. Ebenso wenig können bestehende Anreizsysteme in börsennotierten Unternehmen pauschal kritisiert werden. Die Empfehlungen ergänzen vielmehr die Corporate-Governance Diskussion um Erfahrungen aus der Private-Equity-Industrie, welche die langfristigen Interessen zwischen Aktionären und Management eng aneinander zu koppeln vermag. ◀

### Autoren

#### Teddy Amberg

geboren 1981, studierte Betriebswirtschaft an der Universität St. Gallen (HSG). Derzeit promoviert er an der Universität Zürich zum Thema Management-Anreizsysteme in der Private Equity-Industrie. Vor seiner Promotion arbeitete er acht Jahre bei der auf Privatmarktanlagen spezialisierten Partners Group AG.



#### Katja Rost

ist Professorin für Soziologie und Privatdozentin für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Zürich. In ihrer Forschung beschäftigt sie sich unter anderem mit der Managementvergütung in börsennotierten Unternehmen. Im Vordergrund stehen Fragen ob Vergütungsprozesse auf Pay-for- oder Pay-without-Performance beruhen, ob Markt- oder Machtfaktoren den rasanten Anstieg der Gehälter erklären oder ob die Fairnesswahrnehmung der Stakeholder bei der Festlegung der Vergütungshöhe mitberücksichtigt werden muss.

