

Sikandar Siddiqui\*

## **Aktienoptionsmodelle als Instrument der unternehmenswertorientierten Vergütungsgestaltung.**

### **Aktuelle Durchführungsformen und neuere Entwicklungen\*\***

*Diese Arbeit beschäftigt sich mit der Frage, unter welchen Bedingungen Aktienoptionen als Teil der Personalvergütung geeignet sein können, das Handeln der Begünstigten auf das Ziel einer dauerhaften Unternehmenswertsteigerung auszurichten. Aufbauend auf einer allgemeinen Einführung in die Funktionsweise von Aktienoptionsplänen werden zunächst die unterschiedlichen Möglichkeiten zur Aufbringung des erforderlichen Kapitals diskutiert. Unter Bezugnahme auf die Kritik an einigen aktuellen Modellvarianten aus der Praxis werden daran anschließend eine Reihe von Gestaltungsempfehlungen für derartige Programme ausgesprochen und inhaltlich begründet. Der Frage nach der steuerlichen Behandlung der von den Begünstigten erzielten Erträge in Deutschland ist aufgrund ihrer hohen praktischen Relevanz ein eigener Abschnitt gewidmet.*

*This paper addresses the question which conditions stock option plans for employees should fulfil in order to motivate the beneficiaries to create long-term improvements of the shareholders' wealth. After an introductory description of the functioning of stock option plans in general, the different alternative possibilities of raising the necessary share capital are analysed. Taking account of a number of critical statements about the current practice in Germany, some recommendations for the design of stock option plans are made. Because of its considerable practical relevance, the income tax treatment of the beneficiaries' earnings is dealt with in a separate section.*

---

\* Dr. Sikandar Siddiqui, Jg. 1967, Unternehmensberater und Researcher. Alsterdorfer Str. 379c, D-22297 Hamburg.

\*\* Für zahlreiche hilfreiche Hinweise und Anregungen danke ich Dirk-Uwe Clausen, Eva Faller, Tobias Isensee, Kai Christian Jaenecke, Hans-Rainer Pohl, Stephan Rohlfs sowie zwei anonymen Gutachtern.

Artikel eingegangen: 21.9.98 / revidierte Fassung eingegangen und akzeptiert: 1.3.99.

## 1. Einleitung

In den weitaus meisten großen Kapitalgesellschaften wird die Aufgabe der Unternehmensleitung nicht von den Eigentümern, sondern von angestellten Managern wahrgenommen. Aus dieser Konstellation resultiert, wie u.a. von Fama (1980) dargelegt wird, ein klassisches Principal-Agent-Problem: Da nicht ständig kontrolliert werden kann, ob das Verhalten der Manager den Interessen der Anteilseigner entspricht, besteht die Möglichkeit, dass die Manager das Ziel einer Maximierung ihres persönlichen wirtschaftlichen Wohlstandes auch mit Hilfe von Aktivitäten verfolgen, die zu Lasten der Anteilseigner gehen.

Mit dem Ziel, diesen potentiellen Interessengegensatz zu verringern oder – im Idealfall – gänzlich aufzulösen, werden in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis Vergütungsverträge für Manager entwickelt und implementiert, in denen ein Teil des Arbeitsentgelts vom Unternehmenserfolg abhängig gemacht wird. (Ein detaillierter Überblick über mögliche Gestaltungsformen derartiger Vereinbarungen sowie empirische Untersuchungen ihrer möglichen Anreizwirkungen finden sich bei Winter 1996). Dabei ist der Gewinn des jeweiligen Unternehmens im betreffenden Geschäftsjahr der in Vergütungssystemen für Mitglieder der Unternehmensleitung am häufigsten verwendete Erfolgsindikator. Diese Praxis wird jedoch aus zwei Gründen in zunehmendem Maße kritisiert:

- Die Praxis, variable Entgeltbestandteile des Managements (allein) am aktuellen Gewinn auszurichten, birgt das Risiko, dass Investitionen mit langfristig hohem Erfolgspotential unterlassen oder verzögert werden, weil sie kurzfristig das Unternehmensergebnis belasten. Gleiches gilt insbesondere auch für Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen mit ihrer oftmals hohen strategischen Bedeutung.
- Aufgrund der Existenz von Wahlrechten bei der Bewertung von Vermögensgegenständen und Abschreibungen besteht die Möglichkeit, dass diese in einer Art und Weise wahrgenommen werden, welche die Mitglieder der Unternehmensleitung einseitig begünstigt.

Nicht zuletzt deswegen werden in zunehmendem Maße auch in Deutschland Vergütungssysteme angestrebt, welche das Einkommen der Begünstigten an das Ziel einer nachhaltigen Steigerung des Eigentümervermögens (shareholder value) koppeln.

Bei börsennotierten Aktiengesellschaften lässt sich der (anteilige) Marktwert des Eigenkapitals unmittelbar am Aktienkurs ablesen. Somit liegt es bei diesen Unternehmen nahe, variable Vergütungsbestandteile der Führungskräfte direkt von der Entwicklung des Aktienkurses abhängig zu machen. Als ein Instrument hierzu bietet sich die Vergabe von Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder und/oder Beschäftigte einer Aktiengesellschaft<sup>1</sup> (AG) an. Die Auflegung derartiger Programme ist in den USA bereits seit Anfang der Fünfziger Jahre sehr verbreitet (vgl. hierzu Long 1992). Zu den Zielen, die mit der Verwendung von Aktienoptionen als Vergütungsinstrument verfolgt werden,

---

<sup>1</sup> Die Ausführungen in der vorliegenden Arbeit gelten für Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien. Im folgenden ist dennoch – aus Gründen der Vereinfachung – stets von Aktiengesellschaften die Rede.

gehören laut Irwin (1998) neben der Ausrichtung der Begünstigten auf das Ziel der Unternehmenswertsteigerung vor allem auch

- die Stärkung des Bewusstseins einer gemeinsamen Unternehmenskultur,
- die Schaffung von Kooperationsanreizen über Abteilungs- und Gruppengrenzen sowie regionale und nationale Standorte hinaus,
- die Verbesserung des Verständnisses der Begünstigten für Funktionsweise und Anforderungen des Kapitalmarktes und
- die Gewinnung hochqualifizierter, international mobiler Fach- und Führungskräfte und ihre langfristige Bindung an das Unternehmen.

In jüngster Vergangenheit wurden auch von einer Reihe deutscher Unternehmen (z. B. Henkel KGaA, Schwarz Pharma AG, Schering AG) Aktienoptionsmodelle eingeführt. In einer Reihe weiterer Fälle wurden derartige Beschlüsse der Unternehmen jedoch von Aktionärsvertretern gerichtlich angefochten.

Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen liefert der vorliegende Artikel zunächst eine allgemeine Einführung in die Funktionsweise von Aktienoptionsplänen (Abschnitt 2), beschäftigt sich daran anschließend mit der Frage, welche Durchführungsformen von Aktienoptionsplänen in Deutschland zur Zeit möglich sind (Abschnitt 3) und benennt nach einigen grundsätzlicher Überlegungen zu den Möglichkeiten und Grenzen der Motivationswirkung monetärer Anreizsysteme (Abschnitt 4) eine Reihe von Kriterien für eine rechtlich und ökonomisch sinnvolle Ausgestaltung derartiger Programme (Abschnitt 5). Besondere Beachtung finden dabei die rechtlichen Neuerungen, die durch das am 1. Mai 1998 in Kraft getretene Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) wirksam geworden sind. Mit der steuerlichen Behandlung der durch Aktienoptionen erzielten Einkommenszuwächse beschäftigt sich Abschnitt 6. Eine kurze Schlussbemerkung (Abschnitt 7) fasst die wichtigsten Ergebnisse zusammen und verweist auf noch offene Fragestellungen.

## 2. Grundlagen

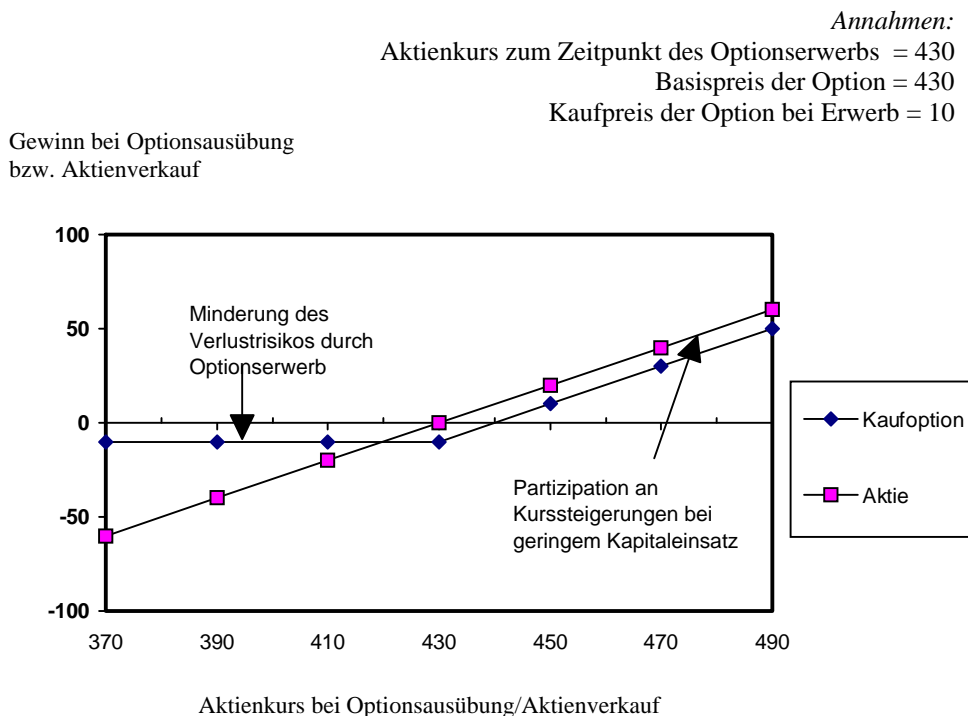
In der Regel besteht ein Aktienoptionsplan darin, dass den jeweils Begünstigten Kaufoptionen auf Aktien des ausgebenden Unternehmens (oder eines verbundenen Unternehmens) übertragen werden. Der Besitzer einer Kaufoption auf Aktien hat das Recht (aber nicht die Pflicht), entweder jederzeit während der Laufzeit der Option (im Falle einer „amerikanischen“ Option) oder zu einem festgelegten Zeitpunkt (im Falle einer „europäischen“<sup>2</sup> Option) die jeweilige Aktie zu einem bei Abschluss des Optionskontrakts festgelegten Preis (=Basispreis) von seinem Vertragspartner (dem Stillhalter) zu kaufen. Als Preis hierfür muss der Erwerber einer Option an den Stillhalter eine Optionsprämie zahlen. (Wenn Aktiengesellschaften an ihre Beschäftigten oder Vorstandsmitglieder Optionen ausgeben, besteht selbstverständlich auch die Möglichkeit einer

<sup>2</sup> Sowohl die in Europa gehandelten Optionskontrakte als auch jene, die an den großen US-amerikanischen Optionsbörsen gehandelt werden, sind heute mehrheitlich vom „amerikanischen“ Typ. Die Bezeichnung „europäische Option“ spiegelt keine geographische Zuordnung wider, sondern geht auf Termingeschäfte zurück, die den bis 1931 in Deutschland üblichen Prämiengeschäften entsprechen; vgl. hierzu z.B. Loistl (1996, 329).

unentgeltlichen Übertragung). Der Marktpreis handelbarer Optionen verändert sich während der Laufzeit und ist im wesentlichen von der Kursentwicklung der zugrundeliegenden Aktie, dem Basispreis, der Zeitdauer bis zum Laufzeitende und dem Zinsniveau auf dem Geld- bzw. Kapitalmarkt abhängig.

Für den Besitzer einer „amerikanischen“ Kaufoption auf eine bestimmte Aktie ergibt sich immer dann die Möglichkeit zur Erzielung eines Gewinns, wenn sich während oder am Ende der Optionslaufzeit ein Aktienkurs einstellt, der größer ist als die Summe aus dem Basispreis der Option und dem von ihrem Besitzer zuvor entrichteten Kaufpreis. Dann nämlich kann der Optionsbesitzer durch die Ausübung seines Optionsrechts einen Gewinn in Höhe dieses Differenzbetrags erzielen. Bleibt der Aktienkurs hingegen während der gesamten Optionslaufzeit unterhalb der Summe aus dem Basispreis der Option und dem von ihrem Besitzer zuvor entrichteten Kaufpreis, so erfährt der Optionsbesitzer einen Verlust, dessen maximale Höhe dem Kaufpreis der Option entspricht. In Abbildung 1 wird dieser Zusammenhang graphisch dargestellt.

Abb. 1: Gewinnvergleich Aktie/Kaufoption (Beispiel)  
(in Anlehnung an Loistl 1996, 301)



Bei vorteilhafter Kursentwicklung kann der durch die Ausübung einer Kaufoption erzielte Gewinn ein Mehrfaches des vom Optionsbesitzer eingesetzten Kapitals betra-

gen. Umgekehrt erleidet der Optionsbesitzer einen Totalverlust des zum Optionserwerb eingesetzten Kapitals, wenn der Aktienkurs während der gesamten Laufzeit unterhalb des Basispreises bleibt. Aufgrund dieser Eigenschaft sind Aktienoptionen, isoliert betrachtet, als eine hochgradig risikobehaftete Anlageform anzusehen. Dies gilt allerdings dann nicht, wenn Optionen im Rahmen sog. Hedging-Strategien zur Absicherung gegen Kursänderungsrisiken eingesetzt werden (vgl. hierzu Loistl 1996, 308ff.) oder wenn sie, wie es bei Aktienoptionsplänen weit verbreitet ist, den Begünstigten unentgeltlich zugeteilt werden.

### **3. Gestaltungsmöglichkeiten von Aktienoptionsplänen in Deutschland**

#### **3.1 Gewährung von Aktienbezugsrechten durch Emission von Wandelschuldverschreibungen**

Bis dato ist der in Deutschland gängigste Weg bei der Ausgabe von Aktienbezugsrechten als Vergütungsbestandteil die Emission von Wandelschuldverschreibungen im Zusammenhang mit einer bedingten Kapitalerhöhung.

Unter einer bedingten Kapitalerhöhung ist nach §192 Abs. 1 AktG eine Erhöhung des Grundkapitals einer AG zu verstehen, die nur in dem Maße durchgeführt werden soll, wie von einem Bezugs- oder Umtauschrecht Gebrauch gemacht wird, das die AG auf die neuen Aktien einräumt.

Es gibt zwei Arten von Wandelschuldverschreibungen: Wandelanleihen und Optionsanleihen.

Eine *Wandelanleihe* ist keine Aktienoption im engeren Sinne, sondern eine Schuldverschreibung, bei der dem Gläubiger neben Verzinsung und Tilgung das Recht eingeräumt (aber keine Pflicht auferlegt) wird, die Anleihe nach Maßgabe eines bestimmten Umtauschverhältnisses in Aktien der ausgebenden Gesellschaft einzutauschen. Für den Fall der Wandlung kann eine (der Höhe nach bereits zum Zeitpunkt der Emission festgelegte) Zuzahlung des Inhabers vereinbart werden; dies ist jedoch nicht notwendigerweise Bestandteil eines solchen Modells. Der Inhaber einer Wandelanleihe realisiert bei Ausübung des Wandlungsrechts einen Gewinn in Höhe des Differenzbetrags zwischen dem dann aktuellen Aktienkurs und dem (ggf. um die Höhe der Zuzahlung vermehrten) Kaufpreis der Anleihe. Wird das Wandlungsrecht nicht wahrgenommen, so behält der Anleihebesitzer den Anspruch auf die Tilgung des Anlagebetrages und die vereinbarten Zinszahlungen.

Eine *Optionsanleihe* ist eine Schuldverschreibung, bei der dem Gläubiger neben Verzinsung und Tilgung das Recht eingeräumt (aber keine Pflicht auferlegt) wird, unter bestimmten Bedingungen und zu einem vertraglich festgelegten Kurs Aktien (oder zusätzliche Anleihestücke) der ausgebenden Gesellschaft zu erwerben. Anders als Wandelanleihen können Optionsanleihen nach ihrer Emission in die eigentliche Anleihe und das (in Form eines Optionsscheins verbriefte) Bezugsrecht aufgespalten und beide Teile separat (z.B. an der Börse) gehandelt werden. Da die eigentliche Anleihe unabhängig von der Ausübung des Optionsrechts bestehen bleibt, hat der Besitzer einer Optionsanleihe auf jeden Fall einen Anspruch auf Zinsen und auf die Tilgung des Anlagebetrages. Bei entsprechend günstigem Kursverlauf kann außerdem der Bezugsrechtsinhaber durch

Ausübung des Optionsrechts einen Gewinn in Höhe der Differenz zwischen dem dann aktuellen Aktienkurs und dem im Optionskontrakt festgeschriebenen Kaufpreis realisieren.

Die Akzeptanz von Wandelschuldverschreibungen als einem Instrument der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung wird häufig dadurch eingeschränkt, dass die Begünstigten Kapital zum Erwerb von Wandel- oder Optionsanleihen einsetzen müssen. Um dieses Problem zu beheben, kann den Begünstigten die Finanzierung des Kaufs durch ein Arbeitgeberdarlehen angeboten werden, das zu den gleichen Konditionen verzinst und getilgt wird wie die Anleihe selbst. Auf diesem Wege bleibt für die Anleihebesitzer die Möglichkeit bestehen, an Kurssteigerungen der zugrundeliegenden Aktie zu partizipieren, ohne liquide Mittel für den Erwerb der Schuldverschreibung aufbringen zu müssen.

Die Liquidität des ausgebenden Unternehmens wird in diesem Falle lediglich durch die auftretenden Transaktionskosten – und somit nur in geringfügigem Maße – belastet. Allerdings entstehen dem Unternehmen bei diesem Durchführungsweg Opportunitätskosten in Form eines entgangenen zusätzlichen Aufgeldes. Die Höhe dieser Opportunitätskosten entspricht dem Differenzbetrag zwischen dem Emissionskurs junger Aktien, der zum Zeitpunkt der Optionsausübung sonst realisiert werden könnte, und dem im Optionskontrakt festgeschriebenen Kaufpreis (bei Optionsanleihen) bzw. dem – ggf. um die Höhe der Zuzahlung vermehrten – Kaufpreis der Anleihe (bei Wandelanleihen).

Wandelschuldverschreibungen dürfen nach § 221 Abs. 1 Aktiengesetz (AktG) nur bei einem entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung ausgegeben werden, der von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals getragen wird.

Gemäß § 221 Abs. 4 AktG haben die bisherigen Aktionäre ein Bezugsrecht auf neu zu emittierende Wandelschuldverschreibungen. Das Bezugsrecht dient dem Schutz der Aktionäre vor einer Kapitalverwässerung. (Dieser Begriff bezeichnet den Rückgang der Anteilsquote sowie den – zumindest zeitweiligen – Kursverlust, welchen die Altaktionäre hinnehmen müssen, wenn junge Aktien zu einem unter dem aktuellen Marktpreis liegenden Ausgabekurs emittiert werden). Allerdings kann dieses Bezugsrecht laut § 221 Abs. 4 AktG in Verbindung mit § 186 Abs. 3 AktG unter bestimmten Bedingungen ganz oder zum Teil ausgeschlossen werden. Dies ist bei der hier beschriebenen Vorgehensweise erforderlich, damit die Wandelschuldverschreibungen an die Begünstigten ausgegeben werden können. Wird das Ziel angestrebt, den Einfluss der Altaktionäre durch die bedingte Kapitalerhöhung nicht zu schmälern, so empfiehlt sich in diesem Zusammenhang eine Emission stimmrechtsloser Vorzugsaktien (Feddersen 1997, 29).

Eine zentrale Bedingung für den Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre ist, dass dies durch einen Beschluss von mindestens drei Vierteln des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals festgelegt wird. Darüber hinaus bedarf der den Bezugsrechtsausschluss grundsätzlich einer sachlichen Rechtfertigung. Dieses Erfordernis wird im Gesetz zwar nicht explizit festgelegt; es resultiert (der herrschenden Meinung zufolge) jedoch „aus dem allgemeinen Rechtsgrundsatz, dass niemand ohne besonderen rechtfertigenden Grund in die Rechtspositionen anderer eingreifen darf“ (Bungeroth in Geßler et al. 1994, § 186 AktG, Rn. 105). Zur sachlichen Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses ist insbesondere erforderlich, dass

- der Ausschluss des Bezugsrechts im Interesse der Gesellschaft erfolgt und
- der Ausschluss des Bezugsrechts zur Förderung des Gesellschaftsinteresses erforderlich ist, das angestrebte Ziel also nicht auch auf anderem Wege erreicht werden kann (vgl. hierzu Bungeroth in Geßler et al. 1994, § 186, Rn. 109 und 113).

Die Anfechtungsklagen, welche von Minderheitsaktionären in einer Reihe von Fällen gegen die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen an Vorstandsmitglieder geführt wurden bzw. werden, berufen sich in wesentlichen Teilen auf das Erfordernis einer derartigen sachlichen Rechtfertigung.

Die (noch) geringe Verbreitung von Aktienoptionsplänen in Deutschland wird häufig mit der relativen Kompliziertheit und Aufwendigkeit des hier beschriebenen Verfahrens begründet. Allerdings werden allgemein von dem am 1. Mai 1998 in Kraft getretenen Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) entscheidende Verbesserungen auf diesem Gebiet erwartet. Darum stehen die Konsequenzen der durch dieses Gesetz vorgenommenen Neufassung der §§192, 193 AktG im Mittelpunkt des nun folgenden Abschnitts.

### **3.2 Gewährung „nackter“ Aktienoptionen an Mitarbeiter und Vorstandsmitglieder**

Durch das zum 1. Mai 1998 in Kraft getretene KonTraG<sup>3</sup> wird das Aktiengesetz in seiner bisherigen Form dahingehend geändert, dass Aktienoptionen sowohl an Beschäftigte als auch an Vorstandsmitglieder der AG oder eines verbundenen Unternehmens ausgegeben werden können, ohne dass ein Umweg über Wandel- oder Optionsanleihen gegangen werden muss.

Außerdem entfällt die in der bisherigen Fassung des §192 AktG festgeschriebene Bedingung, dass die Gewährung von Aktienbezugsrechten gegen Einlage von Geldforderungen erfolgen muss, die den Arbeitnehmern aus einer ihnen von der Gesellschaft eingeräumten Gewinnbeteiligung zustehen. Eine Notwendigkeit, zusätzlich zu dem Beschluss der hierfür erforderlichen bedingte Kapitalerhöhung das Bezugsrecht der Altaktionäre auszuschließen, besteht nicht.

Aus §193 AktG Abs. 2 Nr. 4 folgt, dass sämtliche wesentlichen Einzelheiten der bedingten Kapitalerhöhung und des Aktienoptionsplans im diesbezüglichen Hauptversammlungsbeschluss explizit geregelt werden müssen. Im Einzelnen sind dies

- der Zweck der bedingten Kapitalerhöhung,
- der Nennbetrag und die Art der Aktien,
- der Basispreis der Aktienoptionen,
- der Kreis der Bezugsberechtigten und die Aufteilung der Bezugsrechte auf diese (wobei diese Festlegung in abstrakter Form, aber auf eindeutige Art und Weise erfolgen muss),
- die Optionslaufzeit,
- der Erwerbszeitraum,

---

<sup>3</sup> Die Erläuterungen in diesem Abschnitt bauen auf dem Gesetzestext selbst sowie auf der Begründung des Gesetzentwurfs aus dem Jahr 1997 (Bundestagsdrucksache 13/9712) auf.

- die Wartezeit für die Erstaussübung (nach § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG mindestens zwei Jahre) und die vorgesehenen Ausübungszeiträume,
- die Mindesthaltefristen für die erworbenen Aktien sowie
- die (in termini von Kurs- oder anderen Erfolgszielen formulierten) Ausübungsbedingungen für die Optionen.

Wesentlicher Vorteil einer Auflegung von Aktienoptionsplänen mittels einer bedingten Kapitalerhöhung ist, dass auf diesem Wege eine Belastung der Liquidität des Emittenten weitestgehend vermieden werden kann. Der Vermögenszuwachs, der sich im Erfolgsfall für die Begünstigten ergibt, wird – anders etwa als bei gewinnorientierten Tantiememodellen – im wesentlichen nicht durch das Unternehmen, sondern vom Markt finanziert. Allerdings ergeben sich auch in diesem Fall für das Unternehmen Opportunitätskosten in Form eines nicht realisierten zusätzlichen Aufgeldes in Höhe des Differenzbetrages zwischen dem Emissionskurs junger Aktien, der zum Zeitpunkt der Optionsausübung sonst realisiert werden könnte, und dem Basispreis der Aktienoptionen.

Außerdem ist zu beachten, dass, isoliert betrachtet, eine Ausgabe von Aktienoptionen im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung die Vermögenssituation der Altaktionäre beeinträchtigt, da diese auf das ihnen sonst zustehende Bezugsrecht verzichten und so eine Verwässerung ihres Anteilbesitzes hinnehmen müssen. Von Befürwortern einer Verwendung von Aktienoptionen als Vergütungsinstrument (z. B. von Rosen 1997) wird allerdings häufig argumentiert, dass diese negative Wirkung dadurch überkompensiert wird, dass von Aktienoptionsplänen Anreizeffekte zur Steigerung des Unternehmenswertes – und damit des Aktionärsvermögens – ausgehen.

Die Auffassung, dass Aktienoptionsprogramme in jedem Fall geeignet sind, das Ziel einer Steigerung des Aktionärsvermögens in höherem Maße zu erreichen, ist insbesondere in der US-amerikanischen Literatur nicht unwidersprochen geblieben. So hat etwa die empirische Analyse von Brickley/Bhagat/Lease (1985), die sich mit den Folgewirkungen unterschiedlicher, langfristig ausgerichteter Vergütungspläne befasst, keine Hinweise darauf ergeben, dass Aktienoptionspläne anderen Anreizsystemen für Führungskräfte in bezug auf das Ziel einer Mehrung des Eigentümergevermögens notwendigerweise überlegen sind. Die Studie von DeFusco/Johnson/Zorn (1990), in der die Autoren eine positive Kapitalmarktreaktion während des Zeitraums zwischen dem Beschluss über die Auflegung eines Stock Option-Planes und dessen Anmeldung bei der Securities and Exchange Commission feststellen, wird von einer nachfolgenden Arbeit derselben Autoren (DeFusco/Johnson/Zorn 1991) mit gegenteiligem Resultat relativiert. Winter (1997, 1998) kommt auf der Grundlage entscheidungstheoretischer Überlegungen und mit Hilfe mehrperiodiger numerischer Simulationsexperimente für unterschiedliche Ausgestaltungsformen von Stock Option-Plänen ebenfalls zu dem Schluss, dass derartige Programme nur unter bestimmten Bedingungen geeignet sind, das Verhalten der Manager mit den Interessen der Anteilseigner in Einklang zu bringen. Daher werden im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit (Abschnitt 5) eine Reihe von Empfehlungen für die Gestaltung von Aktienoptionsmodellen genannt, deren Einhaltung zur Erreichung dieses Ziels beitragen kann.



### 3.3 Erwerb eigener Aktien (ggf. über Kaufoptionen)

In Fällen, wo eine bedingte Kapitalerhöhung zur Emission von Wandelschuldverschreibungen oder Aktienoptionen entweder nicht durchsetzbar ist oder betriebswirtschaftlich nicht sinnvoll erscheint, können den Beschäftigten einer AG dennoch Aktienbezugsrechte eingeräumt werden. Dies kann geschehen, indem die AG zunächst Kaufoptionen auf eigene Aktien (z. B. von einer Geschäftsbank) erwirbt und diese bei Erfüllung bestimmter, vertraglich zuvor vereinbarter Bedingungen ausübt, um die so erworbenen Aktien dann gegen Zahlung eines ebenfalls zuvor festgelegten Kaufpreises unmittelbar den Begünstigten zu übereignen. Aber auch ein Rückerwerb eigener Aktien ohne Verwendung von Optionen ist möglich. In beiden Fällen tritt ein Kapitalverwässerungseffekt – anders als im Falle einer bedingten Kapitalerhöhung – nicht ein.

Durch den Erwerb der Kaufoptionen bzw. Aktien wird in diesem Fall die Liquidität der AG zumeist erheblich belastet. Relativiert, aber nicht grundsätzlich gelöst wird dieses Problem dadurch, dass

- im Falle des Optionserwerbs (bei unentgeltlicher Weitergabe an die Begünstigten) der Kaufpreis der Optionen und
  - im Falle des Kaufs eigener Aktien der Differenzbetrag zwischen dem Aktienkurs bei Erwerb und dem mit den Begünstigten vereinbarten Basispreis
- für das Unternehmen einen steuermindernden Aufwand darstellt.

Wenn eine AG ihren Beschäftigten oder Vorstandsmitgliedern Optionen bzw. Aktienbezugsrechte im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung gewährt, tritt dieser Effekt dagegen nicht ein.

Die rechtlichen Voraussetzungen für den Rückerwerb eigener Aktien sind in §71 AktG geregelt. Diese Vorschrift sieht nach ihrer Neufassung durch das KonTraG zwei Durchführungsformen vor, die im Kontext von Aktienoptionsprogrammen von Bedeutung sein können.

Dabei handelt es sich

- a) um den (bereits nach der bisherigen Fassung des AktG zulässigen) Eigenerwerb von Aktien nach §71 Abs. 1 Nr. 2 AktG, und
- b) um die (durch das KonTraG neu geschaffene) Möglichkeit des Eigenerwerbs von Aktien nach §71 Abs. 1 Nr. 8 AktG.

*Zu a) §71 Abs. 1 Nr. 2 AktG:*

Der Eigenerwerb von Aktien nach §71 Abs. 1 Nr. 2 AktG ist an das Ziel geknüpft, Beschäftigten der Gesellschaft diese Aktien zum Kauf anzubieten. Wie Seibert (1997) feststellt, vollzieht sich ein Eigenerwerb von Aktien nach §71 Abs. 1 Nr. 2 AktG unabhängig von der Hauptversammlung und stellt eine Geschäftsführungsmaßnahme dar. Der Wortlaut dieser Vorschrift bezieht sich jedoch ausschließlich auf Arbeitnehmer; Vorstandsmitglieder kommen als Bezugsberechtigte dagegen in diesem Fall nicht in Betracht.

Die Anwendbarkeit eines Aktienerwerbs nach §71 Abs. 1 Nr. 2 AktG im Zusammenhang mit Aktienoptionsmodellen wird allerdings dadurch stark eingeschränkt, dass, wie §71 Abs. 1 Nr. 3 AktG vorschreibt, der Zeitraum zwischen dem Zeitpunkt des Er-

werbs eigener Aktien durch die AG und der Weitergabe dieser Aktien an die Begünstigten in diesem Fall maximal ein Jahr betragen darf. Bei Aktienoptionsplänen liegen jedoch i. d. R. mehrere Jahre zwischen dem Emissionsdatum der Optionen und dem frühestmöglichen Ausübungszeitpunkt. Somit kann eine AG die zur Bedienung der von ihr emittierten Optionen benötigten Aktien i.d.R. nicht bereits zum Ausgabezeitpunkt der Optionen kaufen. Sie läuft daher Gefahr, bei einem späteren Aktienkauf Verluste zu erleiden, die aus einem zwischenzeitlich über den Basispreis der Optionen angestiegenen Aktienkurs resultieren können. Wie bereits oben dargestellt, kann sich die AG gegen dieses Risiko durch den Erwerb von Kaufoptionen auf eigene Aktien absichern.

Diese Absicherung kann jedoch bei langfristig ausgerichteten Programmen sehr kostspielig sein.

*Zu b) §71 Abs. 1 Nr. 8 AktG:*

Durch das KonTraG wurde mit dem neuen §71 Abs. 1 Nr. 8 AktG die Möglichkeit geschaffen, eigene Aktien von bis zu 10% des Grundkapitals zu erwerben. Voraussetzung hierfür ist allerdings, anders als im Falle des §71 Abs. 1 Nr. 2 AktG, ein entsprechender Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung, durch den der niedrigste und der höchste Gegenwert der erworbenen Aktien sowie ihr Anteil am Grundkapital festgelegt werden muss. Die Zeitspanne zwischen dem Beschluss der Hauptversammlung und dem tatsächlichen Erwerb darf höchstens 18 Monate betragen; die erworbenen Aktien dürfen jedoch ohne zeitliche Begrenzung gehalten werden (Seibert 1997).

Da in §71 Abs. 1 Nr. 8 AktG nur der Handel mit eigenen Aktien für unzulässig erklärt wird, aber keine Auflistung zulässiger Verwendungsmöglichkeiten erfolgt, kann ein Rückkauf eigener Aktien auf dieser Grundlage auch mit dem Ziel geschehen, Aktienoptionspläne für Beschäftigte und/oder Vorstandsmitglieder aufzulegen. Dieser Verwendungszweck muss von der Hauptversammlung bei der Ermächtigung zum Kauf eigener Aktien allerdings explizit festgelegt werden. Da in diesem Fall die Wiederveräußerung der erworbenen Aktien nicht über die Börse erfolgt und vom Gleichbehandlungsgrundsatz des §53a AktG abweicht, sind die Vorschriften des § 186 Abs. 3 und 4 AktG hier entsprechend anzuwenden. Hieraus folgt insbesondere, dass der entsprechende Hauptversammlungsbeschluss neben den in Gesetz oder Satzung aufgestellten Erfordernissen einer Mehrheit bedarf, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Außerdem gilt die in § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG festgeschriebene Pflicht, alle wesentlichen Elemente des intendierten Aktienoptionsprogramms (vgl. hierzu die Ausführungen in Abschnitt 3.2.) explizit im Hauptversammlungsbeschluss festzustellen, auch im Falle einer Finanzierung durch den Rückkauf eigener Aktien.

## 4. Möglichkeiten und Grenzen der Motivationswirkung von Stock Options: Einige grundsätzliche Überlegungen

### 4.1 Können variable Entgeltbestandteile zu höherer Leistung motivieren?

Eine der entscheidenden Zielsetzungen der vorliegenden Arbeit ist es, eine Reihe von Bedingungen herauszuarbeiten, unter denen Aktienoptionspläne die mit ihnen angestrebten positiven Auswirkungen auf die Motivation der Begünstigten zur Steigerung des Unternehmenswertes auch tatsächlich erreichen können. Mit Recht hat daher einer der Gutachter darauf hingewiesen, dass eine derartige Untersuchung ohne eine zumindest überblickartige Diskussion grundlegender motivationstheoretischer Überlegungen und diesbezüglicher empirischer Ergebnisse notwendigerweise unvollständig bliebe. Deswegen werden im folgenden einige Reihe von Impulsen aus der aktuellen Literaturdiskussion zu diesem Themengebiet aufgegriffen.

Wie bereits in der Einleitung erwähnt, beruht die Auffassung, dass das Verhalten von Managern durch die Vergabe von Aktienoptionen stärker als sonst auf die Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet werden kann, maßgeblich auf der aus der angewandten Mikroökonomik kommenden Principal/Agent-Theorie. (Eine einführende Lehrbuchdarstellung dieser Theorie findet sich z.B. bei Milgrom/Roberts 1992; mit ihren Implikationen für das Verhältnis zwischen Anteilseignern und angestellten Führungskräften beschäftigt sich die Arbeit von Fama/Jensen 1983).

Eine der grundlegenden Prämissen der Principal/Agent-Theorie ist es, dass bei Verträgen zwischen Auftraggebern (Principals) und Auftragnehmern (Agenten) Informationsasymmetrien zwischen den Vertragspartnern auftreten können, die es den Auftragnehmern ermöglichen, in einem bestimmten Maße ihre eigenen wirtschaftlichen Interessen zu Lasten der Ziele des Auftraggebers zu verfolgen. Der Principal kann dieser Tendenz der besagten Theorie zufolge begegnen, indem er

- (zusätzliche) Informationen darüber erhebt und auswertet, inwieweit die Ergebnisse der Tätigkeit des Agenten mit Inhalt und Zielsetzungen des ihm erteilten Auftrages im Einklang stehen (also Kontrollaktivitäten aufnimmt bzw. intensiviert) sowie
- die Höhe der Vergütung, die der Agent für seine Tätigkeit erhält, davon abhängig macht, in welchem Maße die mit der Auftragsvergabe verfolgten Zielsetzungen des Principals erreicht werden bzw. worden sind.

Sowohl die erforderlichen Kontrollaktivitäten als auch die Prämierung von Erfolgen sind für den Principal allerdings mit zusätzlichen Kosten verbunden. Daher wird der Principal/Agent-Theorie zufolge der Auftraggeber die Intensität seiner Aktivitäten zur Leistungskontrolle und -vergütung so wählen, dass der Überschuss der daraus resultierenden Erträge über die dadurch induzierten Kosten möglichst hoch ausfällt.

Die Auffassung, dass es sich bei der Principal/Agent-Theorie und den aus ihr abgeleiteten Modellen und Hypothesen um eine realistische Beschreibung des Verhaltens von Vertragspartnern (etwa auf dem Arbeitsmarkt oder insbesondere auf dem Markt für die Dienstleistung der Unternehmensführung) handelt, ist in der neueren ökonomischen Literatur nicht unwidersprochen geblieben. Aus dem deutschsprachigen Raum ist hier insbesondere die Arbeit von Frey (1997) hervorzuheben. Die Kritik des Autors baut

insbesondere auf dem Argument auf, dass menschliches Verhalten nicht ausschließlich durch extrinsische (=von außen kommende) Motivationsfaktoren, wie z.B. Belohnungen und Strafen, erklärt werden könne. Vielmehr komme auch den in der Person des Handelnden selbst begründeten (=intrinsischen) Motivationsfaktoren entscheidende Bedeutung zu. In Bezug auf die Frage der Entgeltgestaltung folgt für den Autor daraus, dass die Einführung einer ergebnisbezogenen Vergütung die Verdrängung einer (anfänglich hohen) intrinsischen Arbeitsmotivation durch den (dann dominierenden) Zweck der Einkommenserzielung zur Folge haben kann. Die Auftretenswahrscheinlichkeit und das Ausmaß dieses Verdrängungseffekts sind dieser Ansicht zufolge um so höher,

- je persönlicher die Beziehung zwischen Principal und Agent ist,
- je stärker die Identifikation des Agenten mit den Inhalten seiner Tätigkeit in der Ausgangssituation ist,
- je weiter die Möglichkeiten des Agenten, die Gestaltung seiner Arbeit mitzubestimmen, in der Ausgangssituation gehen,
- je weniger bei der Einführung einer ergebnisorientierten Entgeltgestaltung Rücksicht auf die Unterschiede genommen wird, die zwischen den individuellen Präferenzen der einzelnen Agenten bestehen und
- je weniger die intrinsische Motivation des jeweiligen Agenten im Zuge der Vergütungsgestaltung gewürdigt wird (Frey 1997, Kapitel 4 und 12).

Für die Plausibilität dieser Überlegungen sprechen neben Beispielen aus der Alltagserfahrung auch Ergebnisse empirischer Studien. So deuten etwa die Ergebnisse der von Guzzo/Katzell (1987) durchgeführten Meta-Analyse mehrerer hundert empirischer Untersuchungen über die Folgewirkungen der Einführung ergebnisorientierter Entgeltsysteme zwar auf einen tendenziell positiven Zusammenhang zwischen der Intensität finanzieller Leistungsanreize und dem erzielten Produktivitätsfortschritt hin, lassen aber zugleich erkennen, dass aufgrund der hohen Variabilität der zugrundeliegenden Einzelergebnisse diese Aussage im allgemeinen nicht als statistisch abgesichert betrachtet werden kann.

Aus diesen Resultaten auf eine generelle Unwirksamkeit ergebnisorientierter Vergütungsmodelle zu schließen, wäre dennoch voreilig. Sie lassen lediglich erkennen, dass die Verknüpfung von Zielsetzungen mit monetären Leistungsanreizen nicht wie ein mechanischer Automatismus notwendigerweise zu den angestrebten Ergebnissen führt. Auch aus der betrieblichen Praxis ist bekannt, dass im Zuge von Bestrebungen zur Optimierung der unternehmerischen Wertschöpfung etwa eine angemessene Qualifikation der Beschäftigten sowie eine möglichst störungsfreie Organisation betrieblicher Leistungsprozesse durch eine ergebnisorientierte Vergütungssystematik zwar sinnvoll ergänzt, keinesfalls aber ersetzt werden können.

Zu beachten ist ferner, dass die Verdrängung der intrinsischen Motivation durch monetäre Leistungsanreize zwar als Möglichkeit ernst genommen werden muss, keineswegs aber zwangsläufig und in jedem Fall eintritt. (Dies wird auch in der Arbeit von Frey 1997, ausdrücklich ausgesagt; vgl. hierzu z.B. S. 89ff. im angegebenen Werk). Vielmehr können just aus der obigen Aufstellung derjenigen Faktoren, die das Auftreten des Verdrängungseffekts begünstigen, eine Reihe von Bedingungen abgeleitet werden,

unter denen die Beeinträchtigung der intrinsischen Motivation der Agenten durch die Einführung ergebnisabhängiger Entgeltkomponenten vermieden (oder zumindest wirksam begrenzt) werden kann. Konkret ist eine positive Motivationswirkung insbesondere dann zu erwarten, wenn

- die Mitwirkungsmöglichkeiten des Agenten bei der Gestaltung seiner Tätigkeit im Zuge der erfolgsbezogenen Umgestaltung des Entgeltsystems nicht beschnitten, sondern ggf. sogar erweitert werden,
- sowohl bei der Wahl der Bemessungsgrundlagen für die variablen Vergütungskomponenten als auch bezüglich der konkreten Form des Zusammenhangs zwischen Leistung und Entgelt ein möglichst weitreichender Konsens zwischen Principal und Agent(en) angestrebt und erzielt wird,
- dafür Sorge getragen wird, dass die Einführung ergebnisbezogener Entgeltbestandteile seitens der Agenten als Anerkennung ihrer vorhandenen Leistungsbereitschaft verstanden und als Möglichkeit zur fairen Partizipation an den dadurch erzielten Erfolgen wahrgenommen wird und
- im Zuge der Bestrebungen zur Verbesserung der unternehmerischen Wertschöpfung stets auch die nicht-monetären Determinanten der individuellen Leistungsmotivation und -fähigkeit untersucht sowie etwaige Defizite auf diesem Gebiet identifiziert und behoben werden.

Angesichts der Tatsache, dass leistungsbezogene Vergütungssysteme mitunter (oder sogar vielfach) als „Selbstläufer“ – also als Garant für nachhaltige Verbesserungen der unternehmerischen Wertschöpfung – missverstanden werden, ist den oben wiedergegebenen Überlegungen über den Verdrängungseffekt ein hohes Maß an Bedeutung beizumessen. Aus ihnen den Schluss zu ziehen, monetäre Leistungsanreize (und somit auch Aktienoptionen für Beschäftigte und Vorstandsmitglieder) wirkten sich generell nicht förderlich auf die Leistungsbereitschaft der Begünstigten aus, ist dennoch nicht zulässig. Vielmehr sind der spezifische betriebliche Kontext und die Art und Weise, in der sie entwickelt, vermittelt und eingeführt werden, von entscheidender Bedeutung für die Wirkungen, die derartige Instrumente entfalten.

#### **4.2 Wie ist die Gruppe der Begünstigten zu wählen?**

Kontrovers diskutiert wird seit einiger Zeit auch die Frage, ob nur Führungskräfte und hochqualifizierte Fachkräfte zum Kreis der Begünstigten von Aktienoptionen zählen sollten oder ob sich diese Vergütungsform auch für andere Beschäftigte ohne Führungsaufgaben eignet. Von Befürwortern einer Beschränkung des Adressatenkreises auf Beschäftigte mit Führungsaufgaben und/oder besonders hohem Qualifikationsniveau werden in der Regel zwei wesentliche Argumente genannt:

- Zum einen wird darauf hingewiesen, dass eine wirksame Anreizwirkung nur von Instrumenten ausgehen kann, welche an Größen anknüpfen, die von den Adressaten des Systems in nennenswertem Maße beeinflusst werden können. Das Ausmaß, in dem Beschäftigte ohne Führungsverantwortung die Wertentwicklung des Unternehmens insgesamt beeinflussen können, sei in der Regel zu gering, als dass eine

an den Aktienkurs anknüpfende Vergütungskomponente die erwünschten Verhaltenswirkungen entfalten könne.

- Zum anderen wird das Argument vorgebracht, die Funktionsweise von Stock Option-Plänen sei weniger hochqualifizierten Beschäftigten aufgrund des nichtlinearen Charakters des Ertragsprofils von Aktien-Kaufoptionen und wegen der sehr hohen Reagibilität ihres Wertes auf Aktienkursschwankungen nicht oder nur sehr schwer zu vermitteln.

Beide zuletzt genannten Argumente sind plausibel und verdienen Beachtung. Relativiert werden sie jedoch durch die folgenden Überlegungen:

- Die hohen, in Boom-Phasen auf dem Aktienmarkt mitunter sogar exorbitanten Verdienstmöglichkeiten, die sich aus dem Besitz von Aktienoptionen ergeben, können zu erheblichen Spannungen innerhalb des Unternehmens führen, wenn nur Angehöriger höherer und höchster Hierarchieebenen, nicht aber andere Beschäftigte davon profitieren können. Dies gilt insbesondere in Fällen, in denen das Management in der Gegenwart oder jüngeren Vergangenheit Entscheidungen getroffen hat, die bei den übrigen Beschäftigten einen Verzicht auf Einkommen oder Zeitsouveränität nach sich gezogen haben.
- Viele Unternehmen streben heute danach, auch bei Beschäftigten ohne Führungsverantwortung die unternehmerische Initiative und das Bewusstsein für ihre Mitverantwortung für den Unternehmenserfolg zu stärken. Im Zuge dieser Bemühungen geht die Tendenz vielfach dahin, dass die Entscheidungsspielräume, die Beschäftigten ohne Führungsaufgaben bei der Gestaltung von Arbeitsabläufen eingeräumt werden, in durchaus nennenswertem Maße vergrößert werden. Oft werden darüber hinaus Wege gesucht, die Bereitschaft der Beschäftigten zur Zusammenarbeit über Gruppen- und Abteilungsgrenzen sowie Hierarchieebenen hinweg zu verstärken. Durch eine Anknüpfung eines der variablen Vergütungsbestandteile an die Wertentwicklung des Unternehmens, wie sie nicht nur, aber auch mit Hilfe von Stock Options erreicht werden kann, kann die Unternehmensleitung diesen Anliegen zusätzliche Glaubwürdigkeit verleihen und ihre Akzeptanz bei den Beschäftigten verbessern.
- Ob es gelingt, die Aktienoptionen als Vergütungskomponente auch Beschäftigten ohne Führungsverantwortung auch anderen Beschäftigten als hochqualifizierten Fach- und Führungskräften nahezubringen, hängt nicht zuletzt davon ab, mit welcher Qualität und Intensität der Versuch unternommen wird, den (potentiellen) Begünstigten die Funktionsweise dieses Instruments zu erläutern. Die Erfahrungen, die in Großbritannien und den USA bereits mit der Ausdehnung von Stock Option-Programmen auf (grundsätzlich) alle Belegschaftsmitglieder gemacht worden sind, sprechen tendenziell für die Praktikabilität dieses Vorgehens. Als Beispiele hierfür werden in der Arbeit von Irwin (1998) u.a. die Unternehmen AT&T, Bank of America, Kimberly Clark, Monsanto und Procter&Gamble angeführt.

Eingeräumt werden muss allerdings, dass es bezüglich der Eignung von Aktienoptionen als Vergütungsinstrument für die gesamte Belegschaft zwischen verschiedenen Wirtschaftszweigen erhebliche Unterschiede geben kann. Ferner ist zu berücksichtigen,

dass die zumindest in den USA deutlich höhere Popularität von Aktien als Mittel der privaten Vermögensbildung dort den Einsatz von Stock Options als Entgeltbestandteil für alle Beschäftigten stark begünstigt.

#### **4.3 *Wie können Aktienoptionen sinnvoll in die Gesamtvergütungssystematik eines Unternehmens eingebettet werden?***

Aufgrund der vor Inkrafttreten des KonTraG in Deutschland relativ restriktiven rechtlichen Rahmenbedingungen stehen über die Praxis des Einsatzes von Aktienoptionen als Vergütungsinstrument hierzulande bislang nur sehr wenige Erfahrungswerte zur Verfügung. (Ein tabellarischer Überblick über die Eckdaten einer Reihe bisheriger Aktienoptionspläne in Deutschland ist im Anhang dieser Arbeit abgedruckt). Da derartige Programme im Ausland (also etwa den in den USA, Frankreich oder Großbritannien) im Allgemeinen unter wesentlich anderen rechtlichen Rahmenbedingungen zustande gekommen sind und sich überdies durch ein ausgesprochen hohes Maß an Heterogenität auszeichnen, eignen sich die mit ihnen gesammelten Erfahrungen allenfalls in sehr begrenztem Maße für eine Übertragung auf deutsche Verhältnisse. Darum können an dieser Stelle nur einige grundlegende Überlegungen zu der Frage angestellt werden, wie Aktienoptionen sinnvoll in das Vergütungssystem eines Unternehmens integriert werden können.

Am Anfang der Einführung eines Aktienoptionsplanes steht in aller Regel die Festlegung des Programmvolumens, d.h. die Anzahl der Aktien, auf die Optionsrechte ausgegeben werden sollen. In diesem ersten Stadium sollten ferner bereits die Entscheidungen bezüglich der Art der Kapitalaufbringung (bedingte Kapitalerhöhung, Aktienrückkauf oder Kombination beider Elemente) getroffen werden (siehe Abschnitt 3), da sich je nach dem, welche Alternative gewählt wird, sehr unterschiedliche Konsequenzen für die Liquiditätssituation des Unternehmens und seinen bilanziellen Erfolgsausweis ergeben.

Daran anschließend kann in sinnvoller Weise eine Entscheidung über die ökonomischen Eckdaten der jeweiligen Optionskontrakte, also den Basispreis, die Optionslaufzeit sowie die Ausübungszeiträume und -bedingungen, getroffen werden. Ein wichtiges entscheidungsunterstützendes Instrument sind in diesem Zusammenhang geeignete numerische Verfahren zur näherungsweise Ermittlung des marktkongerechten Wertes der auszugebenden Optionen, da nur auf diesem Wege die Höhe der Vergütung bemessen werden kann, die den Begünstigten durch die Optionsausgabe implizit gewährt wird. Bei Stock Options, deren Gestaltung derjenigen konventioneller handelbarer Aktienoptionen entspricht, kann diese Wertermittlung üblicherweise mit Hilfe des Optionspreismodells von Black/Scholes (1973) mit hinreichender Genauigkeit vollzogen werden. Dagegen müssen für Optionsmodelle, bei denen die Ausübbarkeit des Aktienbezugsrechts an zusätzliche Bedingungen geknüpft ist und/oder der Basispreis von zusätzlichen Performance-Indikatoren abhängig gemacht wird, numerische Bewertungsverfahren herangezogen werden (vgl. hierzu Siddiqui 1999).

Auf der Grundlage der so entwickelten marktconformen Wertansätze für die zu verleihenden Optionsrechte muss anschließend eine nach Gruppen von Begünstigten

differenzierte Entscheidung darüber getroffen werden, wie die Gesamtheit der zur Ausgabe vorgesehenen Optionen auf die Begünstigten verteilt werden soll. In diesem Fall geht es insbesondere auch um die Frage, wie hoch der Anteil des jeweiligen Arbeitsentgelts, dessen Wert von der Entwicklung des Aktienkurses abhängig ist, ausfallen soll. Insbesondere dann, wenn Aktienoptionen nicht zusätzlich zum aktuellen Arbeitsentgelt gewährt werden, sondern bestehende Entgeltkomponenten ganz oder teilweise ersetzen sollen, sind dabei Unterschiede in der Risikobereitschaft verschiedener Beschäftigten(gruppen) ins Kalkül einzubeziehen. Die Bereitschaft, einen bestimmten Teil des eigenen Arbeitseinkommens von einer Größe abhängig zu machen, die, wie der jeweilige Aktienkurs, in erheblichem Maße unvorhersehbaren Schwankungen unterliegt, dürfte bei Personen mit relativ hohem Vermögen im Durchschnitt stärker ausgeprägt sein als bei ihren weniger begüterten Zeitgenossen, da das individuelle Vermögen zum Teil die Rolle eines Puffers zum Ausgleich temporärer Einkommenseinbußen übernehmen kann. Diese Überlegung und die Tatsache, dass der Einfluss, den Beschäftigte ohne Führungsaufgaben auf den Unternehmenswert ausüben können, (aus der Warte des einzelnen Individuums gesehen) weitaus geringer ist als bei Führungskräften oder hochqualifizierten Spezialisten, sprechen dafür, den aktienkursabhängigen Vergütungsbestandteil bei Angehörigen höherer Hierarchiestufen größer zu bemessen als bei ihren mit weniger Einfluss ausgestatteten Mitarbeitern. Als Lösungsvorschlag ist z.B. denkbar, den monetären Gegenwert der eingeräumten Aktienoptionen bei Beschäftigten ohne Führungsaufgaben auf bis zu 5% des Grundgehalts zu begrenzen, während sich dieser Wert bei Angehörigen mittlerer Führungsebenen und bei besonders hochqualifizierten Fachkräften auf 10 bis 20% sowie bei Mitgliedern der Geschäftsleitung auf 25 bis über 50% des jeweiligen Grundgehalts belaufen kann.

Erfahrungen aus der Praxis sprechen ferner dafür, dass variable Entgeltbestandteile, die an individuelle oder gruppenspezifische Arbeitsleistungen anknüpfen, durch unternehmenswertbezogene Vergütungskomponenten (wie Stock Options) zwar ergänzt, nicht aber gänzlich ersetzt werden können. Diese Auffassung stützt sich vor allem auf die Beobachtung, dass eine von der Unternehmenswertentwicklung zumindest zum Teil unabhängige Honorierung überdurchschnittlicher Individual- oder Gruppenleistungen eine wichtige Voraussetzung dafür ist, dass auch in Phasen stagnierender oder rückläufiger Geschäftsentwicklung die Leistungsmotivation der Beschäftigten erhalten bleibt.

## **5. Empfehlungen für die Ausgestaltung von Aktienoptionsplänen**

### ***Vorbemerkung***

Die nachfolgende Auflistung von Kriterien für die Ausgestaltung von Aktienoptionsplänen greift u.a. die Kritik auf, die im Zusammenhang mit den Klagen gegen eine Reihe bestehender Stock Option-Pläne (z. B. bei Daimler-Benz, VW und der Deutschen Bank) geäußert worden ist. In Bezug auf die rechtlichen Rahmenbedingungen besteht gegenwärtig ein hohes Maß an Unsicherheit, da die Klagen zwar zunächst abgewiesen wurden, ein (teilweiser) Erfolg der Kläger in nachfolgenden Instanzen aber nicht ausgeschlossen werden kann. Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden ein Katalog von Regeln aufgestellt, deren Einhaltung einen Aktienoptionsplan so weit wie möglich ge-



gen die geäußerte Kritik immunisieren kann und zugleich sicherstellt, dass er seiner Funktion als Instrument zur Steigerung der unternehmerischen Wertschöpfung in möglichst hohem Maße gerecht wird. Zurückgegriffen wird dabei auf die Arbeiten von Menichetti (1996), Aha (1997), Bernhardt/Witt (1997), Fischer et al. (1997) sowie Schmidt (1998).

### **5.1 Leistungsbezogenheit und Angemessenheit**

Wie bereits in der Einleitung dargelegt, besteht (aus Sicht der Anteilseigner) einer der wesentlichen Gründe für die Wahl von Aktienoptionsmodellen als Vergütungsinstrument in dem Ziel, die Entscheidungsträger im Unternehmen dazu zu motivieren, möglichst umfangreiche und dauerhafte Verbesserungen des Unternehmenswertes anzustreben. Aufgrund der in Abschnitt 3.2 getroffenen Feststellungen kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass dieser positive Anreizeffekt von Aktienoptionsprogrammen unabhängig von ihrer konkreten Ausgestaltung auch in jedem Falle in dem beabsichtigten Maße eintritt.

Gehören auch Vorstandsmitglieder einer AG zu den Begünstigten eines Aktienoptionsplanes, so ist darüber hinaus auch die in § 87 AktG festgeschriebene Regelung zu beachten, nach welcher die Gesamtbezüge eines Vorstandsmitglieds „in angemessenem Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen“ müssen. Es gibt bislang keine allgemeingültigen Normen dafür, welche Kriterien ein Stock Option-Plan mindestens erfüllen muss, um dieser Bedingung gerecht zu werden. Auch aufgrund der eingangs geschilderten Überlegungen bietet es sich allerdings an, bei der Ausgestaltung des Optionskontrakts zwei grundlegende Regeln anzuwenden:

- a) Die Möglichkeit einer gewinnträchtigen Ausübung der Option sollte an die Bedingung geknüpft werden, dass die implizite Rendite der zugehörigen Aktie während des Zeitraums zwischen Optionsausgabe und Ausübung den bei Auflegung des Optionsplans geltenden langfristigen Kapitalmarktzinssatz, eventuell erweitert um einen Risikozuschlag als Entschädigung für die Kursunsicherheit, mindestens erreicht. Unter der impliziten Rendite einer Aktie ist derjenige Zinssatz zu verstehen, zu dem sich eine alternative Kapitalanlage verzinsen müsste, damit (während eines feststehenden Bezugszeitraums) zwischen dieser Anlage und dem Kauf der Aktie kein Ertragsunterschied besteht. Bezeichnet
- $0$  den Zeitpunkt der Optionsausgabe,
  - $T$  den Zeitpunkt der Optionsausübung,
  - $K(s)$  den Aktienkurs zum Zeitpunkt  $s$ ,
  - $D(s)$  die zum Zeitpunkt  $s$  gezahlte Dividende und
  - $i$  den Zinssatz, zu dem zwischen  $0$  und  $T$  pro Aktie gezahlte Dividenden am Kapitalmarkt angelegt werden können,
- so berechnet sich die implizite Rendite  $r$  der betreffenden Aktie anhand der folgenden Gleichung:

$$r = \frac{1}{T} \left[ \ln \left( K(T) + \int_0^T D(s) \cdot \exp[i \cdot (T - s)] ds \right) - \ln K(0) \right] \quad (1)$$

Richtwerte für die Bemessung des Risikozuschlages lassen sich näherungsweise auf der Basis portfoliotheoretischer Modelle ermitteln. In der Praxis der Unternehmensbewertung ergeben sich im Durchschnitt Risikozuschläge von 5 bis 6 Prozentpunkten (vgl. hierzu Wagner 1996).

Auf einfache Art und Weise umgesetzt werden kann die obenstehende Regelung, indem der Basispreis der emittierten Option,  $B$ , wie folgt von dem Aktienkurs bei der Optionsausgabe,  $K(0)$ , dem Kapitalmarktzinssatz  $i$  und dem gewählten Risikozuschlag  $\delta$  abhängig gemacht wird:

$$B = K(0) \cdot \exp[(i + \delta) \cdot T] \quad (2)$$

Während der Optionslaufzeit ist der Basispreis mittels einer Anpassungsschutzklausel um den Effekt von Bezugsrechten und anderer Maßnahmen, welche die Rechte der Bezugsrechtsbesitzer durch Umwandlung oder Veränderung der Aktien beeinträchtigen, zu bereinigen.

- b) Um sicherzustellen, dass die Optionsinhaber nicht allein von einer günstigen Entwicklung der Aktienkonjunktur profitieren, ohne selbst überdurchschnittliche Leistungen erbracht zu haben, kann die Ausübbarkeit der Option von einem Mindestwert für die relative Performance der Aktie gegenüber einem (u.U. internationalen) Referenzindex abhängig gemacht werden.

Gelegentlich wird, so etwa von Fischer et al. (1997), empfohlen, die Bedingungen a) und b) jeweils in Termini mehrtägiger Durchschnittswerte von Aktienkurs und Referenzindex zu formulieren, um Stichtageffekte zu vermeiden.

Damit die Angemessenheit der Vorstandsvergütung gewahrt bleibt, sollten zeitgleich mit ihrer Einführung andere Gehaltsbestandteile von Vorstandsmitgliedern dahingehend umstrukturiert werden, dass bei unverändertem individuellen Verhalten der begünstigten Personen der Erwartungswert des Einkommens nicht steigt.

## **5.2 Unterbindung von Kursmanipulationen und Vermeidung der Ausnutzung von Insiderwissen**

Bei den Begünstigten von Aktienoptionsplänen handelt es sich in aller Regel um Personen, die aufgrund ihrer beruflichen Position früher als andere Börsenteilnehmer in den Besitz von Informationen kommen, die für die Kursbildung am Wertpapiermarkt von Bedeutung sind. Diese Personen sind Insider im Sinne des §13 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG); die betreffenden Informationen werden als Insidertatsachen und die Wertpapiere, auf die sie sich beziehen, als Insiderpapiere bezeichnet. Durch §14 WpHG

wird es den betreffenden Personen verboten, Insiderpapiere unter Ausnutzung der Kenntnis von Insidertatsachen zu erwerben oder zu veräußern.

Entscheidend für die Interpretation dieser Vorschrift ist, dass nicht bereits der Kauf oder Verkauf von Insiderpapieren in Kenntnis von Insidertatsachen, sondern lediglich die Ausnutzung von Insiderkenntnissen strafbar ist. In dem diesbezüglichen Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften werden aus dieser Bedingung die folgenden Folgerungen abgeleitet:

- Die Zuteilung von Aktienoptionen an die jeweils Begünstigten ist dann auf jeden Fall kein insiderrechtlich bedeutsamer Vorgang, wenn diese Optionen (wie in der vorliegenden Arbeit durchweg unterstellt wird) zum Zeitpunkt der Zuteilung nicht übertragbar sind.
- Verzichtet der Besitzer einer Kaufoption auf deren Ausübung, so ist dies kein insiderrechtlich relevanter Tatbestand, da dieser Verzicht weder eine Veräußerung noch einen Erwerb eines Insiderpapiers darstellt.
- Die Ausübung einer Kaufoption in Kenntnis einer Insidertatsache ist unter der Voraussetzung, dass sie auch ohne diese Kenntnis erfolgt wäre, nicht als Ausnutzung von Insiderwissen anzusehen.
- Werden die durch die Optionsausübung erworbenen Aktien im Wissen um eine positive, d.h. eine Kurssteigerung erwartende Insidertatsache veräußert, so ist dies rechtlich unproblematisch, da in diesem Fall die vorliegenden Insiderinformationen nicht zur Erzielung eines Gewinns oder zur Vermeidung einer Gewinneinbuße verwendet werden.
- Dagegen ist die Veräußerung der erworbenen Aktien in Kenntnis einer negativen Insidertatsache in aller Regel ein Verstoss gegen das in §14 WpHG ausgesprochene Verbot. Gleiches gilt für die Veräußerung von Kaufoptionen, wenn sie in Kenntnis einer negativen Insidertatsache über die zugrundeliegende Aktie erfolgt erfolgt.

Aus ökonomischer Sicht ist es ferner wünschenswert auszuschließen, dass die Begünstigten eines Aktienoptionsplanes durch einseitige Information der Marktteilnehmer den Kurs künstlich nach oben treiben, um ihre Gewinnaussichten zu verbessern.

Sollen die Möglichkeit von Kursmanipulationen und die Ausnutzung von Insiderinformationen so weit wie möglich von vorneherein unterbunden werden, so ist es sinnvoll, sowohl die zulässigen Ausübungstermine für die Optionen als auch die Zeiträume für die Weiterveräußerung der erworbenen Aktien jeweils auf 2 bis 3 Wochen nach der ordentlichen Hauptversammlung (und/oder der turnusmäßigen Bekanntgabe fundamentaler Unternehmensdaten) zu beschränken, weil davon ausgegangen werden kann, dass innerhalb dieser Zeiträume den Marktteilnehmer nahezu alle kursrelevanten Informationen zugänglich sind. Da der ökonomische Effekt von Veräußerungsbeschränkungen jedoch durch den Abschluss von Glattstellungsgeschäften (z.B. den Kauf von Verkaufsoptionen) teilweise egalisiert werden kann, bietet es sich an, solche Transaktionen in der Vereinbarung über die Gewährung der Optionsrechte zu untersagen (vgl. hierzu Bredow 1998, 381).

Im Interesse des Shareholder Value ist auch das Risiko, dass die Begünstigten vor Beginn eines Aktienoptionsplanes durch gezielte Verbreitung negativ „verzerrter“ Unternehmensnachrichten den Basispreis der Optionen drücken, um dann in der Folge höhere Gewinne realisieren zu können, so weit wie möglich zu eliminieren. (Auf dieses Risiko machen auch die Arbeiten von Yermack 1996, Chauvin/Shenoy 1996 sowie Winter 1997 aufmerksam). Hierzu bietet es sich an, auch den Ausgabezeitpunkt der Optionen auf einen Termin unmittelbar nach der Hauptversammlung zu legen.

### ***5.3 Unterbindung einer kurzfristigen Gewinnmaximierung zu Lasten der langfristigen Wertentwicklung***

Da durch Stock Option-Pläne nur dauerhafte Wertsteigerungen des Unternehmens honoriert werden sollen, empfiehlt es sich, den frühesten Ausübungszeitpunkt für die ausgegebenen Optionen zwei oder mehr Jahre nach der Emission anzusetzen. Eine notwendige Bedingung für die Erreichung dieses Ziel ist selbstverständlich auch, dass Beleihung und Verpfändung der Optionsrechte ausgeschlossen und eine Übertragung nur innerhalb derjenigen Zeiträume zugelassen wird, in denen auch eine Ausübung möglich ist. Verstärkt werden kann der Anreiz zur dauerhaften Unternehmenswertsteigerung durch die Festlegung von Mindesthaltefristen für die durch eine Optionsausübung erworbenen Aktien. (Dies erscheint nicht zwingend notwendig, wird aber u.a. von Menichetti 1996 empfohlen). Durch die Auflegung mehrerer Aktienoptionspläne in aufeinanderfolgenden Jahren kann dieser Effekt abermals gesteigert werden (vgl. hierzu auch Winter 1997).

Ein langfristiger Wertsteigerungsanreiz kann ferner erzielt werden, indem eine vorgegangene, aus Eigenmitteln finanzierte Anlage in Aktien des Emittenten zur Bedingung für die Optionsgewährung gemacht und eine Sperrfrist für die Veräußerung dieser Aktien vereinbart wird. (Dies ist z.B. im Aktienoptionsplan der Schering AG für 1998 vorgesehen; vgl. hierzu Bertram/Ünal 1998).

### ***5.4 Umfassende Informationspolitik***

Wie bereits in den Abschnitten 3.2. und 3.3. ausgeführt, sind sämtliche wesentlichen Einzelheiten eines Aktienoptionsplans (Nennbetrag und Art der Aktien, Basispreis, Optionslaufzeit, Kreis der Bezugsberechtigten und Aufteilung der Bezugsrechte auf diese, Erwerbs- und Ausübungszeiträume, Ausübungsbedingungen, Mindesthaltefristen für die erworbenen Aktien) und die hierfür ggf. erforderliche bedingte Kapitalerhöhung durch die Hauptversammlung zu genehmigen. Dieser Grundsatz ist unabhängig von der gewählten Durchführungsform einzuhalten.

## **6. Die steuerrechtliche Behandlung von Aktienoptionen**

Aktienbezugsrechte, die Beschäftigten oder Mitgliedern der Geschäftsleitung eines Unternehmens eingeräumt werden, gehören zu den Einkünften aus nichtselbständiger Arbeit nach § 19 Abs. 1 Nr. 1 Einkommensteuergesetz (EStG). Im Folgenden wird davon ausgegangen, dass derartige Aktienbezugsrechte – anders als am Markt gehandelte Optionen – von ihrem jeweiligen Inhaber nur unter bestimmten Bedingungen (siehe Ab-

schnitt 4) ausgeübt werden können und zumindest zum Zeitpunkt ihrer Zuteilung weder ausübbar noch übertragbar sind. Nach übereinstimmender Auffassung des Bundesfinanzhofs und der Finanzverwaltung (vgl. hierzu Feddersen 1997, 278 und die dort zitierten Quellen) stellt ihre Einräumung in diesem Fall noch keine steuerpflichtige Einnahme für die jeweils Begünstigten dar. Für den Inhaber eines derartigen Bezugsrechts entsteht daher – nach dieser Auffassung – erst im Falle der Ausübung ein geldwerter Vorteil in Höhe der Differenz zwischen dem Aktienkurs zum Ausübungszeitpunkt und dem Basispreis der Option bzw. dem Kapitaleinsatz des Inhabers (bei Wandelanleihen). Dieser unterliegt nach §19 EStG der Einkommensteuer, wobei der Arbeitgeber grundsätzlich zur Einbehaltung und Abführung des hierauf entfallenden Steuerbetrages verpflichtet ist.

Wenn Aktien, die durch die Ausübung von Optionen erworben wurden, innerhalb von 12 Monaten nach dem Erwerb veräußert werden, entstehen grundsätzlich einkommensteuerpflichtige Spekulationsgewinne nach §§22, 23 EStG. (Allerdings bleiben Spekulationsgewinne unterhalb von DM 1.000 p.a. steuerfrei). Gewinne aus Veräußerungen nach einer Frist von 12 Monaten bleiben dagegen gänzlich steuerfrei.

Noch nicht abschließend geklärt werden kann auch die Frage, ob eine AG eine bereits zum Zeitpunkt der Optionsvergabe erfolgende Besteuerung des geldwerten Vorteils erreichen kann, indem sie den Begünstigten zusätzlich zur Möglichkeit der Optionsausübung das Recht verleiht, die Optionen innerhalb der Ausübungsfristen auch an Dritte zu veräußern. So legt die Arbeit von Bredow (1996) den Schluss nahe, dass der in diesem Fall vom bisherigen Optionsbesitzer realisierte Veräußerungsgewinn, sofern er (wie vorgesehen) außerhalb der sog. Spekulationsfrist von 12 Monaten (§§22, 23 EStG) realisiert wird, als eine einkommensteuerneutrale Vermögenswertsteigerung auf Seiten des Inhabers anzusehen sei. Dagegen argumentiert Herzig (1999), dass für die Lage des Besteuerungszeitpunktes der Moment maßgeblich sei, in dem die begünstigte Person die volle wirtschaftliche Verfügungsmacht über den zugewendeten Vorteil erlangt habe, und daher auch in diesem Fall der bei der Veräußerung bzw. Ausübung erzielte Gewinn der Einkommensbesteuerung unterliege. Da zu dieser Fragestellung jedoch bis dato noch keine als gesichert zu betrachtende höchstrichterliche Rechtsprechung existiert, auf welche bei der steuerrechtlichen Beurteilung dieses Modells zurückgegriffen werden könnte, empfiehlt sich es sich in jedem Fall, vor der Einführung eines Stock Option-Plans dessen steuerliche Behandlung durch das zuständige Betriebsstätten-Finanzamt im Rahmen einer Anrufungsauskunft prüfen zu lassen.

## 7. Schlussbemerkung

Aktienoptionsmodelle für Geschäftsleitungs- und Belegschaftsmitglieder können den Zweck erfüllen, die wirtschaftlichen Interessen der Begünstigten mit jenen der Anteilseigner in Einklang zu bringen. Die Erreichung dieser Zielsetzung ist allerdings an die Erfüllung einer Reihe von Voraussetzungen hinsichtlich der Ausgestaltung der Optionskontrakte gebunden. Insbesondere ist dabei auf die Abwendung von Kursmanipulationen, die Verhinderung der Ausnutzung von Insider-Kenntnissen und die Unterbindung kurzfristiger Gewinnmaximierungsbestrebungen zu Lasten der langfristigen Wertentwicklung zu achten. Empfehlenswert ist auch, die Möglichkeit der Optionsausübung

von der Erfüllung von Mindestbedingungen abhängig zu machen, die etwa an einen risikoangepassten Kapitalmarktzinssatz und/oder an einen Referenzindex anknüpfen können. Auf diesem Wege kann versucht werden, dass nur Ergebnisverbesserungen prämiert werden, die auf Leistungsverbesserungen der Begünstigten zurückgehen.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, dürfte in aller Regel die Ausgabe von Aktienbezugsrechten im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung eine auch für die Altaktionäre akzeptable Durchführungsform sein, weil zu erwarten ist, dass diese für den ggf. eintretenden Kapitalverwässerungseffekt durch zusätzliche, nachhaltige Wertsteigerungen ihres Aktienbesitzes zumindest entschädigt werden. Gegen die Durchführung eines Aktienoptionsplanes mit Hilfe eines Rückerwerbs eigener Aktien spricht allerdings die u.U. erhebliche Liquiditätsbelastung für das Unternehmen, die dadurch hervorgerufen werden kann.

## Literatur

- Aha, C. (1997): Ausgewählte Gestaltungsmöglichkeiten bei Aktienoptionsplänen. In: BetriebsBerater 44, 2225-2228.
- Baums, T. (1997): Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder. In: Martens, K. (Hg.): Festschrift für Carsten Claussen. Köln u.a., 3-48.
- Bertram, Ch./Ünal, K. (1998): Der Aktienoptionsplan 1998 von Schering. In: Personalführung 1998, 60-64.
- Bernhardt, W./Witt, P. (1997): Stock Options und Shareholder Value. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 67, 85-101.
- Bernhardt, W. (1998): Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value? Neue Vergütungsmodelle für Vorstände und Führungskräfte. Diskussionsbeitrag Nr. 1/1998, Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät.
- Black, F./Scholes, M. (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities. In: Journal of Political Economy 81, 637-654.
- Bredow, G. M. (1996): Steuergünstige Gestaltung von Aktienoptionen für leitende Angestellte („stock options“). In: Deutsches Steuerrecht 51-52/96, 2033-2036.
- Bredow, G. M. (1998): Mustervereinbarung zu Aktienoptionen für das Management und leitende Angestellte (Stock Option Plans). In: Deutsches Steuerrecht 1998, 380-382.
- Brickley, J.A./Bhagat, S./Lease, R.C. (1985): The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth. In: Journal of Accounting and Economics 7, 115-129.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1997): Insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte. Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften vom 1. Oktober 1997.
- Chauvin, K.W./Shenoy, C. (1996): Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants. Working Paper, University of Kansas.
- Cox, J.C./Ross, S.A./Rubinstein, M. (1979): Option Pricing: A Simplified Approach. In: Journal of Financial Economics 4, 145-166.
- DeFusco, R.A./Johnson, R.R./Zorn, T.S. (1990): The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. In: Journal of Finance 45, 617-627.
- DeFusco, R.A./Johnson, R.R./Zorn, T.S. (1991): The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making. In: Financial Management 20, 36-43.

- Fama, E. F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm. In: *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E. F./Jensen, M.C. (1983): Separation of Ownership and Control. In: *Journal of Law and Economics* 26, 301-351.
- Feddersen, D. (1997): Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte aus kapitalmarktrechtlicher und steuerlicher Sicht. In: *ZHR* 161, 269-299.
- Fischer, G., Gronwald, S./Sommer, C. (1997): Balance-Akt. In: *Manager Magazin* 1997, 170-188.
- Fürhoff, J. (1998): Insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionsprogrammen und Management-Buy-Outs. In: *Die Aktiengesellschaft* 1998, 83-88.
- Frey, B. S. (1997): Markt und Motivation. Wie ökonomische Anreize unsere (Arbeits-) Moral verdrängen. München.
- Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27. April 1998. *Bundesgesetzblatt*, Jahrgang 1998, 786-794.
- Geßler, E./Hefermehl, W./Eckart, U./Knopff, B. (Hg.) (1994): *Aktiengesetz (Kommentar)*. München.
- Guzzo, R. A./Katzell, R. A. (1987): Effects of Economic Incentives on Productivity: A Psychological View. In: Haig R. Nalbantian (Hg.): *Incentives, Cooperation, and Risk Sharing*. Totowa, NJ, 107-119.
- Herzig, N. (1999): Steuerliche und bilanzielle Probleme bei Stock Options und Stock Appreciation Rights. In: *Der Betrieb* 1999, 1-12.
- Irwin, J. (1998): The Rise of Broad-Based Global Stock Option Plans. In: Scott S. Rodrick (Hg.): *Equity-Based Compensation for Multinational Companies*. Oakland, CA, 25-46.
- Knoll, L. (1998): Aktien-Optionsprogramme im Vergleich. In: *Personalwirtschaft* 24, 34-42.
- Kohler, K. (1997): Stock Options für Führungskräfte aus der Sicht der Praxis. In: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 161, 246-268.
- Lehner, U. (1998): Der Stock Incentive Plan für den Führungskreis I der Henkel Gruppe. In: Mefert, H./Backhaus, K. (Hg.): *Stock Options und Shareholder Value, Dokumentation des 33. Münsteraner Führungsgesprächs vom 9. und 10. Oktober 1997*. Münster, 28-45.
- Loistl, O. (1996): *Computergesteuertes Wertpapiermanagement*. München/Wien.
- Menichetti, M. J. (1996): Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management. Mit kritischer Analyse aktueller Beispiele. In: *Der Betrieb* 1996, 1688-1692.
- Milgrom, P./Roberts, J. (1992): *Economics, Organization, and Management*. Englewood Cliffs (Prentice-Hall).
- Long, M. S. (1992): The Incentives Behind the Adoption of Executive Stock Option Plans in U.S. Corporations. In: *Financial Management* 21, 12-21.
- von Rosen, R. (1997): Aktienorientierte Vergütungssysteme. Vortrag auf dem Kapitalmarkt-Kolloquium der Ludwig-Maximilians-Universität München, Seminar für Kapitalmarktforschung und Finanzierung.
- Peltzer, M. (1996): Steuer- und Rechtsfragen bei der Mitarbeiterbeteiligung und der Einräumung von Aktienoptionen (Stock Options). In: *Die Aktiengesellschaft* 1996, 307-315.
- Portner, R. (1997a): Mitarbeiter-Optionen (Stock Options): Gesellschaftsrechtliche Grundlagen und Besteuerung. In: *Deutsches Steuerrecht* 20/97, 786-788.
- Portner, R. (1997b): Lohnsteuerliche Behandlung der Behandlung von Stock Options durch die ausländische Muttergesellschaft. In: *Deutsches Steuerrecht* 48, 1876-1879.
- Schmidt, M. (1998): „Stock Options“ aus rechtlicher Sicht. In: *Personal* 1998, 76-79.

- Seibert, U. (1997): Aktienorientierte Vergütungsmodelle nach dem Kontroll- und Transparenzgesetz. Vortrag auf dem DAI-Seminar „Leistungsorientierte Vergütung mit Aktienoptionen“ am 26. Juni 1997 in Frankfurt/Main.
- Siddiqui, S. (1999): Ein numerisches Verfahren zur Bewertung indexgebundener Aktienoptionen. Erscheint in: Der Betrieb.
- Wagner, W. (1996): Shareholder Value als Managementinstrument: Aspekte des Konzeptes für die Unternehmensbewertung (Standpunkte, Nr. 1). Frankfurt/Main.
- Wenger, E./Kaserer, C./Knoll, L. (1998): Stock Options – Manageranreize zwischen Anspruch und Realität. Unterlagen zum Vortrag auf der 60. Jahrestagung des Verbandes der Hochschullehrer der Betriebswirtschaft e.V., Wien, Juni 1998.
- Winter, S. (1996): Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen. Wiesbaden.
- Winter, S. (1997): Verhaltensanreize durch Aktienoptionspläne. Forschungsbericht Nr. 97-5, Institut für Management, Humboldt-Universität zu Berlin.
- Winter, S. (1998): Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager. Erscheint in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung.
- Yermack, D. (1996): Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. Erscheint in: Journal of Finance.

## Anhang

### *Ausgewählte Aktienoptionsmodelle deutscher Unternehmen*

Quellen:

Baums (1997), Knoll (1997), Kohler (1997), Lehner (1998) sowie Wenger et al. (1998)

Unternehmen	Begünstigt	Jahr der Einführung	Gestaltungsform	Laufzeit in Jahren	ergänzende Ausübungsbedingungen	Bezugskonditionen	Ausübungssperre
Continental AG	Vorstand und oberste Führungskräfte, insgesamt ca. 90 Personen	1995	Wandelanleihe Verzinsung: 6,75%	10	keine	Wandlungspreis = Aktienkurs zum Zeitpunkt der Optionserteilung	zu je 50% sechs Monate und zwei Jahre
Daimler Benz AG	Vorstand und Direktoren; insgesamt 170 Personen	1996	Wandelanleihe Verzinsung: Bundesanleihe minus 0,5%	10	15% Mindeststeigerung des Daimler Benz- Aktienkurses	Wandlungspreis = Börsenkurs zum Begebungstag	zwei Jahre
Daimler Benz AG	1600 Personen (erste und zweite Führungsebene)	1997	Wandelanleihe Verzinsung: Bundesanleihe minus 0,5%	10	15% Mindeststeigerung des Daimler Benz- Aktienkurses	Wandlungspreis = Börsenkurs zum Begebungstag	zwei Jahre; außerdem: Ausübungsfenster



Deutsche Bank AG	Vorstand und ausgewählte Führungskräfte; insgesamt ca. 300 Personen	1996	Optionsanleihe mit marktgerechter Verzinsung	10	10% Mindeststeigerung des Deutsche Bank-Aktienkurses	Basispreis = Börsenkurs bei Begebungsbeschluss	
Deutsche Bank AG	Vorstand und ausgewählte Führungskräfte	1998	Wandelanleihe Verzinsung: Bundesanleihe minus 0,5%	10	Mindestens Verdoppelung der earnings per share	Wandlungspreis = Börsenkurs nach drei Jahren minus 2 x earnings per share	drei Jahre
Dresdner Bank AG	Vorstand und ausgewählte Führungskräfte, insgesamt ca. 300 Personen	1998	Wandelanleihe	5	Bessere Performance als der Aktienindex Dow Jones STOXX Bank	Wandlungspreis = Börsenkurs (10-Tage-Durchschnitt) nach drei Jahren abzüglich eines variablen Performance-Abschlags	drei Jahre; außerdem: Ausübungsfrist
Henkel KGaA	Geschäftsführung sowie zweite und dritte Führungsebene; insgesamt ca. 180 Personen	1997	Optionsanleihe mit marktgerechter, variabler Verzinsung	5	Bessere Performance als der DAX	Basispreis = Börsenkurs am Ende der Sperrfrist abzüglich eines Performance-Abschlags in Höhe der Überperformance	drei Jahre
Hoechst AG	ausgewählte Führungskräfte (ca. 400 Personen)	1998	Optionsanleihe	5	25% Mindeststeigerung des Kurses der Hoechst-Aktie	Basispreis = Börsenkurs bei Begebungsbeschluss	drei Jahre
Metallgesellschaft	1. und 2. Führungsebene (insgesamt ca. 120 Personen)	1998	Wandelanleihe mit marktnaher Verzinsung	3	Steigerungsfaktor der earnings per share von mindestens 1,15 über drei Jahre	Wandlungspreis = Börsenkurs bei Wandlung minus Durchschnittliche Steigerung der earnings per share in den vorangegangenen drei Jahren	drei Jahre

Puma	1. Führungsebene und aus- gewählte weitere Führungskräfte	1996 und 1997	Wandelanleihe	10	20% Mindeststeigerung der Puma-Aktie	Börsenkurs bei Begebungsbeschluss	zwei Jahre
SAP	alle Beschäftigten	1994	Wandelanleihe, unverzinslich	10	keine	Gratisbezug von Aktien oder wahlweise Barausgleich	zwei Jahre
Schwarz Pharma	Vorstand u. GL- Mitglieder verbundener Unternehmen sowie weitere ausgewählte Führungskräfte (ca. 100 Personen)	1998	Wandelanleihe; Verzinsung: 5,25% (1. Tranche) bzw. 5% (2. Tranche)	7	25,5% Mindeststeigerung des Schwarz Pharma-Aktienkurses nach drei Jahren sowie maximale Unterperformance von 3% gegenüber dem EU-DS-Pharmaceutical-Index	Börsenkurs bei Begebung minus Performanceabschlag in Höhe der Performance- Differenz gegenüber dem EU-DS- Pharmaceutical- Index	drei Jahre
Volkswagen	Vorstand, Führungskräfte und tarifliche Mitarbeiter	1997	Wandelanleihe; Erarbeitung sog. Arbeitszeit-Wertpapiere ist Bedingung für die Zuteilung	5	10% Mindeststeigerung der VW-Aktie	Börsenkurs bei Begebungsbeschluss	zwei Jahre; außerdem: Ausübungs-fenster