

Dieser Artikel stammt von RA Jochen Brandhoff und wurde im August 2002 un
der Artikelnummer 5777 auf den Seiten von jurawelt.com publiziert.
Die Adresse lautet www.jurawelt.com/aufsaeetze/5777.



Das praktische 1x1 der (Aktien)Optionspläne

von Jochen Brandhoff

Geschäftsführer DECAMERONE Handelsges. mbH in Dortmund

Gründer von Jus2click – Erster Online-Repetitor

Rechtsanwalt

Der Aufsatz wurde am 28.08.2002 erstmals veröffentlicht und ist eine erweiterte und aktuali-
sierte Fassung des Vortrages "Anreizkompatible Aktienoptionspläne" auf der Konferenz des
ISPA über Stock Options am 03.04.2000 in Stuttgart.

A) ·Anreizkompatible· Aktienoptionspläne?

Ein (Aktien)Optionsplan stellte ursprünglich ein finanzielles Anreizsystem für Mitarbeiter dar, das überwiegend unterkapitalisierte Wachstumsunternehmen eingesetzt haben. In den letzten Jahren haben aber auch gestandene Großunternehmen zunehmend (Aktien)Optionspläne eingeführt. Seitdem mehren sich die Vorbehalte gegen dieses Vergütungsinstrumentes. Kritiker befürchten eine Unternehmenspolitik der kurzfristigen Kurssteigerung und eine Übervorteilung des obersten Führungskreises.

Dagegen können Mitarbeiter und Aktionäre bei einer ausgewogenen Ausgestaltung der Planparameter gleichermaßen von Stock Option-Plänen profitieren. Höchste Zeit also, sich einmal vor Augen zu führen, wie man die Anreizfunktion eines (Aktien)Optionsplanes wieder in den Vordergrund stellen kann und einen (Aktien)Optionsplan gestaltet, der aller gerechtfertigten Kritik standhält.

Dieser Beitrag erörtert die Grundsätze einer anreizkompatiblen Ausgestaltung von (Aktien)Optionsplänen. Es wird besprochen, wie sich die Gestaltung der Planparameter auf die Motivation der Mitarbeiter, die Mitarbeiterbindung, den Shareholder Value und die Liquidität des Unternehmens auswirkt.

In einem allgemeinen Teil werden zunächst die Funktionsweise und die Konstruktionsformen von Aktienoptionsplänen vor bzw. nach Inkrafttretens des „Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)“ dargestellt. Dann werden sog. „virtuelle Aktienoptionspläne“, auch schlicht „Optionspläne“ genannt, erläutert. Es folgt eine kurze Darstellung der arbeitsrechtlichen Aspekte.

Im Hauptteil richtet sich das Augenmerk auf die wichtigsten Ausgestaltungsparameter eines Aktienoptionsplanes,

- die Erfolgsziele,
- der Optionspreis,
- der Basispreis,
- die Sperrfristen, Ausübungsfristen und Haltefristen,
- die Begrenzung des maximalen Ausübungsgewinnes,
- die Auswahl der begünstigten Kreise,
- das sog. Repricing und das Kurssicherungsverbot,
- das vorzeitige Ausscheiden des Begünstigten
- und die Ausgabefrequenzen.

Dabei liegt der Schwerpunkt in der Darstellung der Erfolgsziele und den damit verbundenen Fragen.

B) Die Funktionsweise von Aktienoptionsplänen

Im Rahmen eines Aktienoptionsplanes bietet eine Aktiengesellschaft ihren Führungskräften und seltener allen Mitarbeitern die Einräumung von Kaufoptionen auf eigene Aktien als erfolgsabhängige Vergütungskomponente an. Die Optionen können nach einer bestimmten, meist 2-3jährigen Frist zu einem im voraus festgelegten Aktienkurs unter der Bedingung ausgeübt werden, daß die bei Einräumung festgelegten, meist aktienkursabhängigen Erfolgsziele erreicht werden.

Treten dann die Bedingungen ein, kann der Begünstigte seine Bezugsrechte ausüben und gewinnt mit dem Erwerb der berechtigten Aktien die Kursdifferenz zwischen dem vereinbarten Kaufpreis (Basispreis) und dem aktuellen Wert der Aktien (Aktienkurs bei Ausübung). Diese kann er je nach Vereinbarung entweder sofort oder nach einer weiteren Haltefrist durch Verkauf der Aktien an der Börse realisieren.

Werden die Erfolgsvorgaben dagegen nicht erreicht, läßt der Mitarbeiter die Option verfallen und geht damit kein finanzielles Verlustrisiko ein.

C) Planarten

I. Ante KonTraG

Bis zum Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) waren Stock Option-Pläne, die reine Aktienoptionen gewährten, praktisch unzulässig. Zwar waren Aktienoptionspläne namentlich nicht verboten, das Aktiengesetz versperrte aber jeden vernünftigen Weg, die Aktien zu beschaffen, die für die Bedienung der Optionen erforderlich waren.

1. So war einerseits der Erwerb eigener Aktien gem. § 71 I Nr.2 AktG nur zur Weitergabe an Arbeitnehmer - also nicht an den Vorstand - zulässig. Außerdem mußten die erworbenen Aktien gem. § 71 III S. 2 innerhalb von einem Jahr weitergereicht werden, was aufgrund der mehrjährigen Laufzeit von Optionsplänen unpraktikabel war.
2. Auch die Schaffung von Neuaktien aus einer bedingten Kapitalerhöhung gem. § 192 II Nr. 3 AktG scheiterte daran, daß eine Kapitalerhöhung zur Bedienung von Bezugsrechten wiederum nur an Arbeitnehmer zulässig war. Daneben gab es aber weitere rechtliche Hindernisse.
3. Theoretisch möglich war und ist die Schaffung von Neuaktien durch eine genehmigte Kapitalerhöhung gem. §§ 202 ff. AktG Allerdings ist die Genehmigung durch Satzung bzw. Hauptversammlungsbeschluß auf 5 Jahre befristet, womit die Möglichkeiten, Sperrfristen und Haltefristen vorzusehen, eingeschränkt waren.
Dazu wäre ein sehr aufwendiges Ausgabeverfahren für die Neuaktien gekommen, da

das Unternehmen gem. §§ 203 I S.1, 191 AktG die Erhöhung des Grundkapitals bei jeder Optionsausübungen oder wenigstens in regelmäßigen Abständen in das Handelsregister hätte eintragen müssen. Praktisch war dieser Weg also ebenfalls ausgeschlossen.

Statt reiner Aktienoptionen gaben darum einige Gesellschaften Wandel- oder Optionsanleihen (§ 221 AktG) aus, an denen Umtauschrechte bzw. Kaufoptionen auf Aktien gebunden waren (v.a. Deutsche Bank, Daimler-Benz, Schwarz Pharma, Dresdner Bank, VW, Henkel, Puma, Continental, SAP, Metallgesellschaft, Schering und einige jüngere Technologieunternehmen sowie mehrere Tochtergesellschaften amerikanischer Unternehmen).

Wandelanleihen sind Schuldverschreibungen, die dem Gläubiger das Recht geben, seinen Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrages gegen eine bestimmte Anzahl an Aktien im Verhältnis zum Nennwert einzutauschen. Beispielsweise kann vereinbart werden, daß der Begünstigte eine Aktie je 5,- DM Nennwert beziehen darf, die er zum Aktienkurs im Zeitpunkt der Zeichnung der Anleihe (also zu einem eventuell bevorzugten Preis) erhält.

Die von der Gesellschaft begebenen Wandelanleihen wurden üblicherweise von einem Kreditinstitut übernommen, das sie den Begünstigten dann zur Zeichnung anbot. Normalerweise wurde die Wandelanleihe knapp unter dem Markt verzinst.

Die Optionsanleihen funktionieren ähnlich, allerdings werden dem Begünstigten neben dem Rückzahlungsanspruch zusätzlich Aktienoptionen eingeräumt, die das Recht verbriefen, innerhalb eines bestimmten Zeitraumes zu einem festgelegten Entgelt eine bestimmte Anzahl an Aktien zu erwerben.

Das Umtausch- bzw. Optionsrecht wird dabei meistens in besonderen Inhaberpapieren verbrieft, um diese separat übertragbar zu machen. Zur Auflage der Schuldverschreibungen muß die Hauptversammlung dem Vorstand eine Genehmigung nach § 221 II AktG erteilen. Das Bezugsrecht der Aktionäre auf die Schuldverschreibungen wird gem. den §§ 221 IV i.V.m. 186 III AktG ausgeschlossen. Für die Bedienung der Aktienoptionen aus den Schuldverschreibungen wird von der Hauptversammlung eine bedingte Kapitalerhöhung nach § 192 II Nr. 1 AktG beschlossen.

II. Post KonTraG

Mit Inkrafttreten des KonTraG, durch das u.a. die §§ 71, 192 und 193 AktG neugefaßt worden sind, ist nun auch die Einräumung reiner Aktienoptionen real möglich geworden. Dadurch ist der Umweg über Schuldverschreibungen, der einen deutlich größeren Verwaltungsaufwand erfordert, entbehrlich geworden. Die zur Bedienung der Aktienoptionen erforderlichen Aktien können jetzt entweder durch eine bedingte Kapitalerhöhung oder durch den Rückkauf eigener Aktien beschaffen werden.

Dies ist einerseits erreicht worden, indem der neugefaßte § 192 II Nr. 3 AktG eine bedingte Kapitalerhöhung auch zur Gewährung von Aktienoptionen an Mitglieder der Geschäftsführung zuläßt.

Andererseits ist § 71 I S.1 Nr. 8 AktG dahingehend geändert worden, daß die Hauptversammlung den Vorstand nun generell ermächtigen darf, für die Dauer von 18 Monaten eigene Aktien zu erwerben, sofern der Zweck nicht im Handel mit den Aktien besteht.

Daneben ist nach wie vor die Schaffung eines genehmigten Kapitals möglich.

a) Die bedingte Kapitalerhöhung

Bei einer bedingten Kapitalerhöhung wird von der Hauptversammlung eine Kapitalerhöhung beschlossen, die allerdings nur soweit durchgeführt wird, wie die Aktienoptionen ausgeübt werden. Dem HV-Beschluß ist ein Ausschluß des Bezugsrechtes der Altaktionäre immanent. Die Höhe des bedingten Kapitals darf insgesamt (also nicht nur je HV-Beschluß) nicht mehr als 10 % vom Grundkapital betragen, was in der Regel ausreicht, um alle in einer Gesellschaft auch ggf. parallel laufenden Aktienoptionspläne zu bedienen. Er kann nach § 192 II Nr. 3 im Wege eines Zustimmungsbeschlusses oder eines Ermächtigungsbeschlusses gefaßt werden. Der Beschluß muß gem. § 193 AktG auch bestimmte Feststellungen darüber enthalten, unter welchen Voraussetzungen die Kapitalerhöhung durchgeführt werden darf. Dazu gehören Feststellungen über die Erfolgsziele, die Sperrfristen, die Laufzeiten und andere Grundzüge des Aktienoptionsplanes, auf dessen Grundlage der Vorstand bzw. der Aufsichtsrat dann den Plan und die Einzelverträge ausgestaltet.

b) Der Erwerb eigener Aktien

Auch beim Erwerb eigener Aktien ist ein Beschluß der Hauptversammlung in Form eines Ermächtigungsbeschlusses nötig, der max. 18 Monate gelten darf. Insgesamt dürfen Aktien bis zu max. 10% des Grundkapitals zurückgekauft und von der AG gehalten werden. Die Aktien sollten über ein anteiliges Rückkaufsangebot an alle Aktionäre oder über die Börse erworben werden, um das Gleichbehandlungsgebot der Altaktionäre zu wahren.

c) Vorteile und Nachteile

Meistens wird eine bedingte Kapitalerhöhung gewählt. Dieser Weg belastet nicht die Liquidität des Unternehmens, da kein Aktienrückkauf nötig ist. Die Aktien können jeweils zum Ausübungszeitpunkt flexibel geschaffen werden und müssen nicht über eventuell längere Zeiträume gehalten werden. Eine bedingte Kapitalerhöhung erlaubt auch längere Planlaufzeiten, da die Ermächtigung der Hauptversammlung nicht auf 18 Monate befristet ist. Weiterhin ist kein ausdrücklicher Ausschluß des Bezugsrechtes für Altaktionäre erforderlich. Ein Nachteil besteht bei einer bedingten Kapitalerhöhung allerdings in der Entwertung der alten Aktien.

Diese tritt dadurch ein, daß die neuen Aktien unter Marktwert verkauft werden, das dem Unternehmen zugeführte Eigenkapital also nicht im gleichen Verhältnis wie der Anteil an neuen Aktien steigt. (Konkret also dadurch, daß etwas mehr Kapital auf viel mehr Aktien aufgeteilt wird, so daß pro Aktie weniger übrigbleibt.) Beim Erwerb eigener Aktien wird dagegen sogar Liquidität an die Aktionäre ausgeschüttet. Bei einer bedingten Kapitalerhöhung werden durch die Ausgabe neuer Aktien außerdem die Stimmrechte der Altaktionäre verwässert, d.h. es können Verschiebungen der Stimmrechtsverhältnisse eintreten. Unter dem Strich kommt ein Erwerb eigener Aktien vor allem dann in Betracht, wenn die Gesellschaft überschüssige Liquidität hat und eine hohe Eigenkapitalrendite bietet.

Mit den neuen Möglichkeiten zur Beschaffung der benötigten Aktien ist der alte Weg über die Wandel- oder Optionsanleihen allerdings nicht etwa abgeschnitten, auch heute können noch Wandel- oder Optionsanleihen begeben werden. Dies ist aber nur ratsam, wenn gewünscht ist, daßs der Begünstigte sich durch den Kauf der Anleihe kapitalmäßig engagiert, etwa weil das Unternehmen unterkapitalisiert ist.

III. Virtuelle Aktienoptionspläne

Als dritte Obergruppe der Konstruktionsformen von Aktienoptionsplänen existieren neben Schuldverschreibungen und reinen Aktienoptionen noch virtuelle Optionen, die auch mit teilweise im Detail uneinheitlicher Begriffsverwendung Phantom Stocks Programs oder Stock Appreciation Rights Programs genannt werden. Während reine Aktienoptionen einen Anspruch auf echte Aktien begründen, erhält der Begünstigte bei virtuellen Optionen nur den Anspruch, sich nach Ablauf einer bestimmten Zeitspanne (ähnlich wie bei realen Aktienoptionen meist 2-3 Jahre) die Differenz zwischen fiktivem Basispreis und aktuellem Aktienkurs in Geld auszahlen zu lassen. Damit wird dieselbe Motivations- und Bindungswirkung erzielt, ohne aber echte Aktienkaufrechte ausgeben zu müssen. Da virtuelle Stock Options keine gesellschaftsrechtlichen Fragen berühren, also die Herrschaftsrechte der Altaktionäre nicht betroffen sind und keine Aktien beschaffen werden müssen, sind sie viel einfacher und schneller zu realisieren. Es ist vor allem kein Hauptversammlungsbeschluß erforderlich, dessen Vorgaben beachtet werden müßten. Allerdings führen die Auszahlungen zu einer erheblichen Liquiditätsbelastung, die sich negativ auf das Betriebsergebnis auswirkt. Schließlich wird anders als bei den übrigen Konstruktionsformen natürlich kein Gesellschaftskapital geschaffen. Aus diesen Gründen werden virtuelle Stock Option-Pläne in der Praxis kaum angewandt, außer für Pläne geringeren Volumens. Interessant sind sie aber für nicht börsennotierte Unternehmen, gleich ob in der Gesellschaftsform einer AG oder einer GmbH.

D) Optionsbedingungen als Allgemeine Geschäftsbedingungen

Der Optionsvertrag zwischen der Gesellschaft und dem Begünstigten nimmt regelmäßig auf standardisierte Optionsbedingungen Bezug. Erst diese regeln die einzelnen Ausgestaltungsparameter des Aktienoptionsplanes (etwa die Erfolgsziele) einheitlich für alle Mitarbeiter (dazu weiter unten Punkt F.). Damit sind Optionsbedingungen für eine Vielzahl von Verträgen vorformulierte Vertragsbedingungen und - insoweit - Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB) i.S.d. § 305 I S. 1 BGB. Angesichts der hohen Anforderungen, die der BGH an das Aushandeln im Einzelnen nach § 305 I S.2 BGB stellt, ist die Anwendbarkeit des AGB-Rechts auch nicht nach § 305 I S.3 BGB ausgeschlossen, weil die Optionsbedingungen einheitlich für alle Mitarbeiter gelten sollen und regelmäßig nicht verhandelbar sind.

Weitgehend ungeklärt ist dagegen die Frage, ob die Bereichsausnahme des § 310 IV S.1 BGB für Verträge auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts eröffnet ist. Grundsätzlich erfasst die Bereichsausnahme Regelungen, durch die mitgliedschaftliche Verhältnisse unmittelbar ausgestaltet werden (Soergel-Stein, BGB, 12. Aufl., § 23 ABGB, Rn. 9). Virtuelle Aktienoptionspläne führen nicht zu einer Aktionärsstellung des Begünstigten, so dass sie nicht unter die Bereichsausnahme fallen. Dagegen begründen reelle Aktienoptionspläne einen Anspruch auf echte Aktien. Dieser wirkt zum Zeitpunkt der vertraglichen Einräumung aber ebenfalls nur schuldrechtlich, da der Optionsvertrag zu diesem Zeitpunkt noch nicht in der Lage ist, das spätere Mitgliedschaftsverhältnis unmittelbar zu gestalten. Damit werden auch echte Aktienoptionspläne nicht von der Bereichsausnahme für das Gesellschaftsrecht erfasst.

Beruhet die Verpflichtung der Gesellschaft zur Gewährung von Optionen auf einen Haustarifvertrag oder einer Betriebsvereinbarungen, greift allerdings die durch das Schuldrechtsmodernisierungsgesetz zum 01.01.2002 eingeführte Bereichsausnahme des § 310 IV S.1 Alt. 4 und 5 BGB. Diese löst die frühere, für das gesamte Arbeitsrecht geltende Bereichsausnahme ab. Solche Aktienoptionspläne werden vom AGB-Recht also nicht erfasst.

Anwendbar ist das AGB-Recht im Ergebnis also auf Aktienoptionspläne, die durch Arbeitsvertrag oder einer Zusatzabrede zum Arbeitsvertrag vereinbart werden. Damit gilt es vor allem bei Optionsverträgen mit leitenden Angestellten, Organmitgliedern und vereinzelt mit Spezialisten sowie gegebenenfalls in kleineren Gesellschaften. In diesen Fällen ist die Wirksamkeit der Optionsverträge samt der einbezogenen Optionsbedingungen am Maßstab der §§ 307 ff. zu prüfen. Verfall- und Bindungsklauseln sind beispielsweise an der Generalklausel des § 307 I S.1 BGB und Änderungsvorbehalte wie die Freiwilligkeitsklausel am § 308 Nr.4 BGB zu messen. Die Besonderheiten des Arbeitsrechts sind nach § 310 IV S. 2 BGB zwar angemessen zu berücksichtigen, dennoch sind Unterschiede zur bisherigen Rechtsprechung zu erwarten.

E) Arbeitsrechtliche Aspekte

Von der wirtschaftlichen Form, in der Aktienoptionen ausgegeben werden und der Art, wie die erforderlichen Aktien beschafft werden, sind die rechtlichen Vereinbarungen zu unterscheiden, die zwischen Gesellschaft und Begünstigten getroffen werden.

Der Optionsvertrag zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer stellt nach herrschender Auffassung einen doppelt aufschiebend bedingten Kaufvertrag dar. Das bedeutet, daß der Kaufvertrag erst wirksam wird, wenn

1. die vereinbarten Erfolgsziele erreicht worden sind und
2. der Mitarbeiter die Option durch eine einseitige Willenserklärung ausübt.

Die durch Erfolgsziele bedingte Optionsvereinbarung kann separat oder als Teil des Anstellungsvertrages erfolgen. Dabei ist der Vorstand für die Einräumung der Aktienoptionen an die Mitarbeiter und der Aufsichtsrat für die Einräumung der Aktienoptionen an den Vorstand zuständig (§ 112 AktG).

Neben dieser kaufrechtlichen Einzelvereinbarung steht bei leitenden Angestellten und sonstigen Arbeitnehmern meistens eine arbeitsrechtliche Kollektivvereinbarung, in der einheitliche Regelungen für die Individualverträge getroffen werden.

Als eine solche Kollektivvereinbarung kommt bei leitenden Angestellten eine Gesamtzusage oder die Vereinbarung einer Richtlinie mit dem Sprecherausschuß gem. § 28 SprAuG in Betracht. Betriebsvereinbarungen gelten nach § 2 III BetrVG für sie nicht.

Bei sonstigen Arbeitnehmern erfolgt die Ausgabe der Aktienoptionen üblicherweise aufgrund einer Betriebsvereinbarung gem. § 88 Nr. 3 BetrVG. Denkbar ist aber auch in diesem Fall eine Gesamtzusage. Dabei ist immer darauf zu achten, daß die Optionen als freiwillige Leistung eingeräumt werden, damit nicht Ansprüche aus betrieblicher Übung entstehen und der Aktienoptionsplan dann kaum noch veränderbar ist.

Diese Kollektivvereinbarung ist aber vom Kaufvertrag strikt zu trennen und darf diesen auch nicht ersetzen, da der Mitarbeiter nicht zum Vertragsabschluß gezwungen werden darf.

Bei der Einführung eines Aktienoptionsplanes sind weiterhin die Mitwirkungsrechte des Betriebsrates bzw. des Sprecherausschusses zu beachten. Die Gesellschaft kann zwar frei entscheiden, ob sie einen Aktienoptionsplan einführt und welche Mitarbeiterkreise beteiligt werden sollen, mitbestimmungspflichtig ist aber die Art und Weise der Verteilung, d.h. die Verteilungskriterien z.B. nach Betriebszugehörigkeit, individueller Leistung oder Gehaltshöhe.

Darüber hinaus sollte in jedem Stadium des Planes die Zusammenarbeit mit allen Mitarbeitern und ihrer Vertretungen gesucht werden, damit die Akzeptanz des Planes innerhalb des Unternehmens gewährleistet ist und die Einführung reibungslos gelingt. Es sind nicht zuletzt diese Aspekte, die über die Motivationswirkung und das Gelingen eines Planes entscheiden.

Schließlich muß bei der Verteilung der Optionen der arbeitsrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz gewahrt werden.

F) Die Ausgestaltungsparameter

Das Herzstück eines Aktienoptionsplanes bildet die Ausgestaltung der Ausübungsbedingungen. Hier entscheidet sich, ob der Plan ein effektives Instrument des Personalmanagements darstellen wird.

I. Die Strategie

Das Unternehmen sollte zunächst ein Gesamtkonzept · eine Unternehmensstrategie · für die Einführung des Aktienoptionsplanes erstellen. Darin sollte sich das Unternehmen über die angestrebten Ziele klar werden. Wichtige Faktoren für die Zieldefinition sind u.a. die Unternehmensgröße, die Kapitaldecke, die Personalstruktur und die Wettbewerbssituation. Die einzelnen Ziele müssen zueinander gewichtet werden, da die Ausgestaltung des Planes in eine Richtung meist zu Lasten eines anderen Zieles geht. Dabei ist es nützlich, sich im Folgenden einen Gesamtüberblick über die üblichen und möglichen Ausgestaltungsmöglichkeiten zu verschaffen. Mit dem Konzept hat man dann einen Leitfaden zur Hand, nach dem die einzelnen Ausübungsbedingungen ausgerichtet werden können.

Dies klingt zwar wie eine Selbstverständlichkeit, doch finden sich in der Praxis allzu oft wenig kohärente ·Pläne zum Plan·.

Bei der Festlegung der strategischen Intention muß beachtet werden, daß ein gewisser Interessenwiderstreit zwischen den betroffenen Gruppen besteht. Aktionäre, Unternehmensleitung, übrige Mitarbeiter und, soweit noch im Unternehmen tätig, Unternehmensgründer haben jeweils unterschiedliche Vorstellungen, Anforderungen und Ziele, die nur bei größtmöglicher Transparenz und Fairneß in Einklang gebracht werden können.

Wenn ich nun eine Betrachtung über eine sachgerechte Ausgestaltung eines Stock Option-Planes vornehme, gehe ich von folgenden Zielen aus:

1. Mitarbeiter, insbesondere Führungskräfte gewinnen und an das Unternehmen binden, d.h. der Aufbau eines guten Mitarbeiterstammes und die Senkung der Mitarbeiterfluktuation;
2. Die Arbeitskosten flexibilisieren, also den Aufwand für Löhne und Gehälter an die Unternehmensentwicklung anpassen;
3. Die Liquidität schonen, soweit die variable Bezugskomponente mit neuen Aktien bezahlt wird;
4. Einen Leistungsanreiz setzen, indem das Interesse des Begünstigten an einer möglichst hohen Vergütung mit dem Interesse des Aktionärs an Kurssteigerungen verbunden wird;

5. Das Kapitalmarktinteresse durch ein Shareholder Value-orientiertes Vergütungssystem steigern.

II. Erfolgsziele

Die Erfolgsziele legen fest, welche unternehmerischen Ziele erreicht werden müssen, damit der Begünstigte seine Aktienoptionen ausüben darf. Unter dem Gesichtspunkt der Anreizkompatibilität bilden die Erfolgsziele damit das Wesen eines Aktienoptionsplanes. Sie sind das Element, welches das Unternehmensziel der Wertorientierung am deutlichsten mit der Renditeerwartung der Aktionäre verbindet.

Überdies wird die Festlegung von Erfolgszielen in § 192 II Nr. 3 AktG verlangt, wenn die erforderlichen Aktien durch eine bedingte Kapitalerhöhungen geschaffen werden sollen.

a) Die principal/agent-Theorie

Zunächst soll ein kurzer organisationstheoretischer Einblick die Bedeutung von Erfolgszielen wissenschaftlich verdeutlichen.

Die corporate governance beschäftigt sich u.a. mit der Kontrolle und Verantwortlichkeit der Unternehmensleitung im Verhältnis zum Eigentümer. Die theoretischen Ansätze der corporate governance wurzeln im Wesentlichen in der principal/agent-Theorie, die sich mit der Analyse möglichst effizienter Herrschaftsbeziehungen befaßt.

Das principal/agent-Modell geht davon aus, das unser Wirtschaftsleben von einer Vielzahl arbeitsteiliger Beziehungen geprägt ist. Darin delegiert die übergeordnete Instanz (principal) bestimmte Aufgaben und Entscheidungskompetenzen an die ausführende Instanz (agent). Infolge divergierender Interessen verfolgt der agent bei der Ausführung der ihm übertragenen Kompetenzen aber andere Ziele als der principal. Dies verursacht beim principal Kosten (sog. Agency-Kosten). Die principal/agent-Lehre sucht nun nach der optimalen Ausgestaltung dieser Beziehung mit der Absicht, die Kosten des principals zu minimieren.

Übertragen wir das Modell nun auf das Verhältnis Anteilseigner/Manager (entsprechend Principal/Agent). Während die Aktionäre eine transparente, wert- und ertragsorientierte Unternehmenspolitik anstreben, ist das Management (wenigstens tendenziell) mehr auf die Erhöhung der Bezüge und die Vermehrung des eigenen Ansehens bedacht (plastisch ausgedrückt würde der Aktionär die letzte Mark in eine neue Maschine, der Vorstand aber in seinen Dienstwagen stecken).

Das Modell analysiert nun, wie ein Ausgleich der Interessen herbeigeführt werden kann. Das Instrument dafür sind Sanktions- und Anreizmechanismen die den agent unter Ausnutzung seines Eigeninteresses zu Entscheidungen motivieren sollen, die sich mit den Belangen des principals decken.

Ein Aktienoptionsplan stellt ein solches Anreizsystem dar. Legt man der Frage nach den Erfolgszielen nun diese Überlegungen zugrunde, läßt sich folgern, daß sich die Agency-Kosten optimal reduzieren lassen, je besser die Erfolgsziele die Interessen der Aktionäre mit jenen des Managements verbinden.

Unter Beachtung der bisherigen Erläuterung bedarf es folgend einer näheren Beschreibung der denkbaren Erfolgsziele.

b) Der Maßstab

Ausgangspunkt ist die Frage, an welchen Maßstab die Erfolgsziele angebunden werden sollen.

Als Erfolgsmaßstäbe in Betracht kommen

- Aktienkurs,
- betriebswirtschaftliche Kennzahlen - diese noch einmal unterteilt in
 - Bilanzwerte, z.B. der Unternehmensgewinn und in
 - Wertorientierte Renditegrößen, z.B. der Discounted Cash Flow und der Return on Investment[1] und
- persönliche Leistungsparameter wie Budgetunterschreitung, die Erfüllung von Zielvereinbarungen oder das Ergebnis von Vorgesetztenbeurteilungen

Wird der Aktienkurs als Erfolgsmaßstab definiert, erhöht sich bei steigenden Aktienkursen der Wert der Optionen ebenso wie der Wert der Anteile bei den Aktionäre (und zwar überproportional zu diesem). Der Begünstigte spürt die Auswirkungen seines Verhaltens auf den Unternehmenswert am eigenen Gehalt. Es werden also zwei an sich entgegengesetzte Interessen verbunden.

Von Vorteil ist auch, das der Aktienkurs eine objektive Bemessungsgrundlage ist, in der wenigstens langfristig alle wesentlichen Faktoren einfließen, welche die Qualität des Managements kennzeichnen: Die Ertragslage, das Unternehmensimage und insbesondere die künftigen, auch langfristigen Ertragsperspektiven. Damit wird eine auf mittel- bis langfristige Ertragssteigerung ausgerichtete Unternehmenspolitik honoriert.

Anders als betriebswirtschaftliche Kennzahlen sind Aktienkurse bei entsprechender Ausgestaltung des Planes auch kaum manipulierbar.

Oft wird gegen aktienkursgebundene Stock Option-Pläne eingewandt, daß sie keine individuellen Leistungen belohnen, da der Einzelne wenig Einfluß auf den Aktienkurs hat. Bei kleineren Unternehmen stimmt das in meinen Augen zwar nicht, dafür trifft das bei größeren Unternehmen in der Tat zu, und zwar um so mehr, je weniger der Begünstigte die Unternehmensstrategie mitbestimmt. Allerdings ist dieser Einwand selbst dort, wo er eingreift, kein zwingendes Argument gegen die Festlegung des Aktienkurses als Erfolgsmaßstab. Aktienkursbasierte Stock Option-Pläne unterstreichen vielmehr den Teamcharakter der Unternehmensführung und honorieren die Zusammenarbeit der entscheidenden Mitarbeiter. Außer-

dem wird die unternehmerische Rolle der Führungsmannschaft betont: Die Vergütung einer Führungskraft entwickelt sich wie der Unternehmenswert.

Richtig an dem Einwand ist aber, daß der Aktienkurs als Erfolgsmaßstab dann nicht herangezogen werden sollte, wenn ausdrücklich eine Einzelleistung honoriert werden soll, die sich nicht im Aktienkurs widerspiegelt - wie z.B. die Leistung einer einzelnen Fachkraft. Daneben sind auch weitere Fälle denkbar, bei denen andere Erfolgsmaßstäbe gewählt werden sollten. Befürchtet ein Unternehmen zum Beispiel, trotz hervorragendem Personal auch langfristig keine angemessene Marktbewertung zu erreichen (was bei unseren keineswegs ideal funktionierenden Kapitalmärkten, die manche Werte - psychologisch bedingt - auch mal -verprügeln-, durchaus der Fall sein kann) bietet sich eine Kombination aus Aktienkurs und bestimmten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen als Maßstab an. Auch wenn das Unternehmen bereits sehr hoch bewertet wird und weitere Kurssteigerungen nur mit einer riskanten Unternehmenspolitik zu erzielen sind, eignen sich rein aktienkursgekoppelte Aktienoptionspläne wenig. In solchen Fällen gilt es, ausgewogene Erfolgsziele zu finden, die einerseits den Erwartungen der Aktionäre gerecht werden und andererseits auf den Teilnehmer nicht demotivierend wirken, was bei zu hohen Hürden schnell geschieht.

So etwas gibt es in der Praxis oft, wie bei den folgenden Praxisbeiträgen gut gesehen werden kann.

Auch der Erfolgsmaßstab -Aktienkurs- kann im Übrigen -individualisiert- werden, da Unterschiede bei der Arbeitsbelastung und -leistung durch die Anzahl der jedem zugeteilten Aktienoptionen ausgeglichen werden können.

Außerdem sollte man bedenken, daß sich die Total Compensation eines Unternehmens an seine Mitarbeiter aus vielen Elementen zusammensetzt. Aktienoptionspläne sind davon nur ein Baustein, der mit anderen, individuelleren Vergütungselementen gut kombiniert werden kann.

Betrachten wir aber auch, wie tauglich die übrigen denkbaren Erfolgsmaßstäbe sind.

Reine Bilanzwerte lassen die Kapitalkosten außer Betracht und spiegeln keine angemessene Risikoprämie wieder. Zudem berücksichtigen sie nicht genügend die Renditeerwartung der Aktionäre, da die Kapitalausstattung außer acht gelassen wird.

Reine Bilanzwerte sind auch keine zuverlässige Meßlatte für den Unternehmenswert, da relevante Wertfaktoren wie z.B. Ertragsprognosen nicht berücksichtigt werden. Dazu kommt die Anfälligkeit von Bilanzwerten für Manipulationen, da sie der Information von Gläubigern und Aktionären dienen und Grundlage für die Besteuerung sind.

Renditegrößen berücksichtigen zwar Kapitalkosten und Kapitalausstattung und sind für den Unternehmenswert insoweit schon relevanter. Sie lassen aber wiederum andere Faktoren wie Ertragsprognosen außer Betracht. Auch weisen Renditegrößen systemimmanente Män-

gel auf, da sie wenigstens teilweise aus den Bilanzwerten abgeleitet werden. Insofern stellen auch sie den Wert des Unternehmens nicht so unmittelbar dar wie der Aktienkurs.

Persönliche Leistungsparameter dagegen sind mit den bei -weichen- Kriterien üblichen Unsicherheiten verbunden, da sie stark subjektiven Charakter haben. Außerdem stellen sie kurzfristig orientierte Parameter dar und lassen sich besser durch variable Vergütungsbestandteile wie Boni, Tantiemen, Prämien honorieren. Im Gegensatz dazu sind SOP eben ein langfristiges Anreizsystem.

Daraus folgt, daß ein Aktienoptionsplan, der an die Aktienkursentwicklung anknüpft und damit die Gesamtvergütung der Begünstigten von der Wertentwicklung des Unternehmens abhängig macht, die größte Anreizkompatibilität gewährleistet. Die agency-Kosten werden optimal minimiert, da die Interessen zwischen Aktionär und Management unmittelbar miteinander verknüpft werden.

Bei aktienkursgebundenen Stock Option-Plänen kann entweder der reine Aktienkurs oder aber der Total Shareholder Return als Bemessungsgrundlage dienen. Der Total Shareholder Return berücksichtigt alle finanziellen Leistungen an den Aktionär, also zusätzlich zum Aktienkurs auch die Dividenden, Bezugsrechte etc. Er ist damit die genauere Bemessungsgrundlage, erfordert allerdings wegen der höheren Komplexität einen höheren Kommunikations- und Verwaltungsaufwand.

c) Die Bestimmung von Mindestkurssteigerungen

Aktienkursgebundene Optionspläne können relative oder absolute Erfolgsziele haben. Dies gilt entsprechend für andere Erfolgsmaßstäbe.

1. Absolute Erfolgsziele

Bei absoluten Erfolgszielen dürfen die Optionen nur dann ausgeübt werden, wenn der Aktienkurs zum Zeitpunkt der Ausübung um einen bestimmten, absoluten Mindestprozentsatz gestiegen ist. So kann der Plan etwa vorsehen, daß der Aktienkurs in 3 Jahren um mindestens 25% angestiegen sein muß, damit die Optionen ausgeübt werden dürfen. Allerdings nimmt bei diesem Modell die Motivationswirkung degressiv ab, sobald das Erfolgsziel erreicht wird. Die Anreizkompatibilität ist also um so geringer, je früher das Erfolgsziel erreicht wird.

An Stelle der Bestimmung einer Mindeststeigerung über die gesamte Laufzeit der Optionen ist es deshalb empfehlenswerter, jährliche Mindeststeigerungen zu wählen. Dann könnten die Ausübungsbedingungen beispielsweise vorsehen, daß der Begünstigte ausübungsbe-rechtigt ist, wenn der Aktienkurs in 2 Jahren um mind. 20%, in 3 Jahren um mind. 30% oder

in 4 Jahren um mind. 40% angestiegen ist. Damit kann ein kontinuierlicherer Anreiz als beim 1. Modell gesetzt werden. Motivierend wirkt zudem, daß durch die längere Laufzeit und der flexibleren Kursziele bei jährlicher Kursfestsetzung eine schlechte Kursentwicklung in den ersten Jahren durch einen überdurchschnittlichen Kursanstieg in den Folgejahren ausgeglichen werden kann, so daß die Anreizwirkung über eine längere Zeit anhält.

Wie hoch man den Mindestanstieg ansetzt, hängt von der Strategie des Unternehmens ab und insbesondere davon, wie anspruchsvoll der Aktienoptionsplan sein soll. Wenn die Optionen vor allem als Werbeinstrument für neue Arbeitskräfte dienen sollen, werden allzu anspruchsvolle Ziele am Markt nicht durchsetzbar sein.

Auch wenn nur im geringen Maße zukunftsorientierte Anreize gesetzt werden sollen, weil der Plan mehr die vergangenen Leistungen der Mitarbeiter belohnen will, sind niedrigere Kursfestsetzungen sinnvoll.

Sollen schließlich die gleichen Erfolgsbedingungen für alle Begünstigten einschließlich jener der ausländischen Tochtergesellschaften gelten, werden wiederum niedrigere Kursanstiege in Frage kommen, da vor allem den US-amerikanischen Mitarbeitern hohe Standards schwerer zu vermitteln sind.

Der Mindestkursanstieg sollte allerdings nicht unter der Rendite festverzinslicher Anleihen guter Schuldner plus einer angemessenen Risikoprämie liegen. Meiner Erfahrung nach werden hier oft zu niedrige Zahlen gewählt.

2. Relative Kurssteigerungen

Bei relativen Erfolgszielen muß der Aktienkurs bis zur Ausübung der Aktienoptionen überdurchschnittlich im Verhältnis zu einer bestimmten Vergleichsgruppe angestiegen sein.

Die Auswahl der zweckmäßigsten Vergleichsgruppe ist eine Frage des Einzelfalls. Sie hängt u.a. von der Branche und Unternehmensgröße sowie von dem Diversifizierungs- und Internationalisierungsgrad ab.

In Betracht kommen

- Gesamtmarktindizes wie der Dax,
- nationale Branchenindizes wie der CDAX-Kreditbanken,
- länderübergreifende Branchenindizes wie der Euro-Dow Jones-Banks
- und schließlich speziell zusammengestellte Indizes, die aus den direkten Mitbewerber bestehen (sog -Peer Groups-).

Dabei gilt: Je spezieller ein Index ist, desto fairer und anreizkompatibler ist der Stock Option-Plan, weil branchenfremde Faktoren, die den Aktienkurs beeinflussen, ausgeschaltet werden. Ein Beispiel soll das verdeutlichen: Nehmen wir an, Sie kämen als Computerchip-Hersteller an den Neuen Markt und würden Ihren Aktienoptionsplan an den NEMAX-All Shares-Index anbinden. Würden dann aufgrund eines weltweiten, sämtliche Anbieter treffenden

Preisverfalls die Hardware-Werte am Neuen Markt allesamt stark konsolidieren, wäre es Ihren Mitarbeiter trotz eventueller Höchstleistungen unmöglich, den NEMAX zu übertreffen.

Zwar läßt sich dem entgegen, daß das Erfolgsziel zurecht nicht erreicht worden wäre, weil das Management die schlechte Branchenentwicklung hätte vorhersehen und entsprechende Umstrukturierungen einleiten müssen. Das ist aber zum einen nicht möglich, wenn die Entwicklung unvorhersehbar war, zum anderen differenziert auch der Anleger im Rahmen seiner Portfoliodiversifizierung nach Branchen, so daß es sinnvoll ist, diese Branchenorientierung auch bei der Bestimmung der Vergleichsgruppe beizubehalten.

Im obigen Beispiel hätten Sie demnach einen zu allgemeinen Index ausgewählt, der mit den Entwicklungen Ihrer Branche nichts mehr zu tun hat.

Für die Wahl eines speziellen Index - am besten einer ·Peer Group· - spricht auch ganz entscheidend, daß der Wettbewerbscharakter des Outperformens seiner Konkurrenten das Management dazu anspornt, potentielle Defizite zum Wettbewerb herauszufinden und zu beheben.

Die Vergleichsgruppe sollte aber andererseits auch nicht zu klein sein. Sie darf einen statistischen Mindestwert nicht unterschreiten, weil die atypische Entwicklung eines Unternehmens sonst den gesamten Index verzerren kann. Besteht der Vergleichsindex z.B. bloß aus den zwei marktengen Werten der beiden Hauptkonkurrenten, könnte die Krise eines Indexmitgliedes gleich den Verfall des gesamten Index bewirken. Die Folge wäre, daß die übrigen Unternehmen ihr Erfolgsziel erreichen könnten, ohne eine eigene gute Performance zeigen zu müssen. Mir gefällt die von Lufthansa gewählte ·Peer Group·, die aus vier direkt konkurrierenden, internationalen Fluggesellschaften besteht.

Es ist also ratsam, eine Vergleichsgruppe zu bilden, die aus allen direkten Mitbewerbern besteht und den Kreis ein bißchen weiter zu ziehen, wenn der so zusammengestellte Index zu klein oder wenig liquide erscheint.

Bedenken sollte man bei der Bildung der Vergleichsgruppe auch die anderen erwähnten Faktoren: Wenn Sie international agieren, hat ein rein deutscher Index genauso wenig Sinn wie die Wahl eines reinen Branchenindex, wenn sie branchenübergreifend tätig sind.

Für relative Erfolgshürden sprechen im wesentlichen zwei Gründe.

Einerseits legt der Aktionär sein Kapital nach Opportunitäts Gesichtspunkten an, d.h. er erwartet eine risikoadäquate Rendite, die über dem Durchschnitt der jeweiligen Risikokategorie liegt. Er ist demnach nur daran interessiert, eine überdurchschnittliche Leistung zu honorieren, die sich eben in relativ hohen Kurssteigerungen ausdrückt.

Entscheidender ist aber, daß eine Indizierung sog. ·Windfall Profits· ausschaltet. Das sind Kurssteigerungen, die bloß aufgrund exogener, d.h. vom Management nicht beeinflussbarer Faktoren eintreten, wie z. B. die allgemeine Markt- oder Branchenentwicklung, die Konjunktur, Marktzinsen usw.. Andersherum betrachtet beugen relative Erfolgshürden einer Situation der Demotivation vor, die bei absoluten Kurszielen entstehen kann, wenn die Kursvorgaben

trotz persönlicher Höchstleistung aufgrund allgemeiner exogener Faktoren wie einer generellen Marktschwäche, die den Kurs drücken, nicht erreicht werden.

Relative Erfolgsziele schalten also allgemeine, den gesamten Index erfassenden Faktoren aus, die das Leistungsbild des einzelnen Unternehmens verzerren.

III. Anwendung von Erfolgszielen

Eine andere Frage ist es, welches Ausübungsmodell bei Erreichung der vereinbarten Erfolgsziele angewendet wird. Dabei werden absolute und relative Ausübungsmodelle sowie das Abschlagsverfahren unterschieden.

Bei absoluten Ausübungsmodellen darf der Begünstigte unbeschadet etwaiger Sperrfristen alle Optionen ausüben, sofern nur das Erfolgsziel erreicht worden ist. Der Basispreis - also der Kaufpreis für die zu beziehenden Aktien - beträgt dabei die Höhe des Aktienkurses zum Zeitpunkt der Gewährung der Optionen.

Dieses Verfahren ist bei absoluten Erfolgszielen sinnvoll. Unzweckmäßig ist es aber, relative Erfolgsziele mit einem absoluten Ausübungsmodell zu verbinden, obwohl das einige Gesellschaften so praktizieren. Das hat nämlich zur Folge, daß der Begünstigte die volle Kursdifferenz zwischen dem Kurs bei Einräumung der Aktienoptionen und dem Kurs bei Ausübung der Option gewinnt, sobald der eigene Aktienkurs den Vergleichsindex nur minimal übertrifft. Ganz nach dem ·Alles-Oder-Nichts-Prinzip· gehen die Begünstigten vollkommen leer aus, wenn der Index knapp verfehlt wird und realisieren den gesamten Plangewinn, wenn der Aktienkurs auch nur knapp über dem Index liegt. Folglich könnten geringste Kursschwankungen riesige Unterschiede in den Bezügen bewirken, wenn die Kurse wegen einer allgemeinen Hausse stark gestiegen sind.

Bei relativen Erfolgszielen sollten deshalb relative Ausübungsmodelle angewendet werden. Bei Ihnen hängt die Anzahl der Optionen, die ausgeübt werden dürfen, vom Grad der Zielerreichung ab. Je stärker der Vergleichsindex übertroffen wurde, um so mehr Optionen dürfen ausgeübt werden und um so höher ist der Plangewinn. Zur Verdeutlichung: Ein Begünstigter hält 100 Aktienoptionen. Beim absoluten Ausübungsmodell dürfte er alle 100 Optionen ausführen, wenn der Vergleichsindex übertroffen wird. Bei dem relativen Ausübungsmodell dagegen darf er z.B. 10 Optionen für jeden Prozentpunkt ausführen, um den der eigene Aktienkurs den Vergleichsindex schlägt.

Das relative Modell führt also eine kontinuierliche Anreizwirkung herbei, während die Motivation bei absoluten Ausübungshürden drastisch sinkt, sobald das Erfolgsziel erreicht worden ist.

Das dritte Ausübungsmodell ist das Abschlagsverfahren. Wie bei dem absoluten Planmodell dürfen sämtliche Aktienoptionen ausgeübt werden, sobald das Erfolgsziel erreicht wird. Allerdings sinkt der Basispreis um so stärker, je deutlicher die Kurshürde übertroffen wird.

Der Kaufpreis für die Aktien liegt also nicht schon bei Einräumung fest, sondern beträgt den Aktienkurs zum Zeitpunkt der Ausübung der Optionen abzüglich eines sog. Performance-Abschlages. Dieser errechnet sich aus der positiven Entwicklung der Aktien und steigt, um so stärker das Kursziel geschlagen wurde.

Denkbar sind wiederum relative und absolute Abschlagsverfahren. Der Abschlag kann z.B. 5 DM je Zehntelprozent Überperformance gegenüber dem Index betragen (relatives Modell) oder 5% je Prozentpunkt Überperformance gegenüber dem fixen Kursziel (absolutes Modell).

Das Abschlagsmodell ist besonders anreizkompatibel, weil der Plangewinn allein von der Überperformance abhängt. Allerdings ist für den Begünstigten mit diesem Verfahren eine finanzielle Planungsunsicherheit verbunden, weil der genaue Basispreis nicht im voraus berechenbar ist und sein finanzieller Aufwand nicht genau einschätzbar ist.

Bei Optionsplänen, die relative Abschlagsverfahren und relative Erfolgsziele nebeneinander verwenden, sollte aber die folgende Besonderheit bedacht werden. Bei einer Kombination dieser Parameter kann die unerwünschte Situation auftreten, daß das Erfolgsziel erreicht wird, obwohl der Aktienkurs sogar gesunken ist, der Vergleichsindex aber dennoch geschlagen wird, weil dieser noch stärker gefallen ist. Eine Ausübung der Optionen bei negativer Kursentwicklung ist dem Aktionär aber kaum zu vermitteln. Außerdem würde dies das an sich verfolgte Ziel der Flexibilisierung der Personalkosten konterkarieren.

Um zu verhindern, daß die Optionen trotz gesunkenem Aktienwertes realisiert werden können, sollte zusätzlich zum relativen Erfolgsziel ein absolute Kurshürde vorgesehen werden. Diese sollte wenigstens so hoch liegen, daß die Verwässerungskosten bei den Altaktionären kompensiert werden. Als Verwässerungskosten bezeichnet man den Wertverlust bei den alten Aktien, der eintritt, weil die Begünstigten ihre Aktien unter dem Marktwert beziehen. Das bedeutet, daß das Stammkapital nicht im gleichen Verhältnis wie die Anzahl der insgesamt von der Gesellschaft begebenen Aktien wächst, so daß sich - plastisch ausgedrückt - etwas mehr Kapital auf viel mehr Aktien verteilt, womit je Anteilsschein weniger übrigbleibt. Die Kosten für diese Vergünstigung betragen bei DAX-Gesellschaften durchaus mehrere 100 Millionen DM.

Zum Verständnis sei noch angeführt, daß diese Konstellation bei relativen und absoluten Ausübungsmodellen nicht eintreten kann, da zwar das relative Erfolgsziel trotz sinkenden Aktienkurses erreicht werden kann, die Ausübung der Optionen dann aber nicht lohnt, da der Basispreis über dem aktuellen Aktienkurs bei Ausübung liegt.

IV. Der Optionspreis

Nächster Gegenstand unserer Betrachtung ist der Optionspreis. Das ist der Kaufpreis, den der Begünstigte für die Aktienoptionen zahlen muß.

Reine Aktienoptionen werden normalerweise kostenlos eingeräumt. Bei den zu Beginn beschriebenen Wandel- und Optionsanleihen muß der Planteilnehmer zwar keinen Optionspreis, aber dafür den Nennwert der Anleihe zahlen, der allerdings meist unter dem Verkehrswert der Aktienoptionen lag.

Entgegen dieser verbreiteten Praxis ist es aber auch denkbar, die Optionen gegen Entgelt zu gewähren. Denn Optionen stellen einen berechenbaren Vermögenswert dar und es kann deshalb gerechtfertigt sein, dem möglichen Ausübungsgewinn eine Gegenleistung in Form eines kapitalmäßigen Engagements des Begünstigten gegenüber zu stellen. Durch das Risiko, daß die Aktienoptionen bei Nichterreichen der Erfolgshürde wertlos verfallen, entsteht ein finanzielles Verlustrisiko, wodurch ein Anstieg der Motivation erreicht werden kann.

Der Wert der Kaufoptionen kann anhand finanzmathematischer Verfahren berechnet werden. Dabei bedient man sich meist der Black-Scholes-Formel, wonach sich der Wert der Optionen aus ihrem inneren Wert und dem Zeitwert, in dem das Anstiegspotential der Aktie zum Ausdruck gebracht wird, zusammensetzt. Durch das Verlustrisiko verlieren die Aktienoptionen allerdings ihre Risikoneutralität. Aus dem Anreizsystem Aktienoptionsplan wird ein kombiniertes Anreiz- und Sanktionssystem. Das ist insofern problematisch, als daß die Risikoposition des Begünstigten (unnötig) erhöht wird. Zusätzlich zur Abhängigkeit vom Unternehmen als Arbeitnehmer wäre der Teilnehmer auch noch kapitalmäßig an sein Unternehmen gebunden. Das kann auf die Mitarbeiter abschreckend wirken und im Extremfall ein risikoaverses Verhalten bewirken..

Besser erreicht man die mit einem Optionspreis erwünschte Wirkung meines Erachtens, indem als Gegenleistung für die Einräumung der Aktienoptionen ein Verzicht des Begünstigten auf einen Teil seines Fixgehaltens vereinbart wird. Das kann angemessen sein, wenn es zur Unternehmensstrategie paßt, die Optionen nicht lediglich als nettes -oben drauf- auszuteilen, sondern als Ersatz für andere Vergütungselemente.

Auf welche Teile der Begünstigte verzichten sollte, ist von Fall zu Fall unterschiedlich und hängt im Einzelnen etwa von der Anzahl der eingeräumten Optionen, von der Risikobereitschaft des Begünstigten, von der Unternehmenslage, insbesondere der Kapitaldecke und Liquidität und von der Position des Teilnehmers ab.

Sinnvoll ist es, eine Zielgröße für den Ausübungsgewinn zu bestimmen, der als Prozentsatz vom Grundgehalt definiert wird. Dem Teilnehmer werden dann Aktienoptionen in entsprechender Anzahl eingeräumt. Der Wert der Optionen wird dann vom Grundgehalt abgezogen, wegen des mit Stock Options verbundenen Risikos und der im Vordergrund stehenden Anreizfunktion allerdings nicht im Verhältnis 1:1, sondern im Verhältnis 1,5:1 oder 2:1. Als ganz grobe Leitlinie kann eine Zielgröße für den Ausübungsgewinn von 30% des Grundgehaltens angesehen werden und ein Gehaltsabzug von ca. 20%. Das ist aber ein weites Feld: Bei größeren Unternehmen und niedrigeren Positionen kann auch ein Verzicht von lediglich zehn Prozent oder weniger, bei kapitalschwachen Unternehmen und höheren Positionen auch mal

von 50 Prozent und mehr angemessen sein. In den USA sind Fälle bekannt, bei denen Manager angesichts von einer Turn around-Situation auf ihr komplettes Festgehalt verzichtet haben, und nach der erfolgreichen Wende gesehen haben, das dies nicht zu ihrem Schaden gewesen ist.

V. Der Basispreis

Nun wenden wir uns der Bestimmung des Basispreises zu. Das ist der Kaufpreis, den der Begünstigte bei der Optionsausübung für die Aktien zahlen muß. Der Basispreis oder wenigstens seine Berechnungsformel werden natürlich schon bei Einräumung der Aktienoptionen festgelegt.

Meistens entspricht der Basispreis dem Aktienkurswert zum Zeitpunkt des Beginns der Laufzeit der Optionen, der oft auf den Tag nach Abschluß der Hauptversammlung, die den Plan beschlossen hat, gelegt wird. Um der Volatilität des Aktienkurses Rechnung zu tragen, ist es allerdings empfehlenswert, den Durchschnittswert von mehreren Handelstagen heranzuziehen.

Denkbar ist statt dessen auch ein gleitender Anstieg des Basispreises. Damit erreicht man dieselbe Anreizwirkung wie mit dem oben unter *absolute Erfolgsziele* vorgeschlagenen Modell des jährlichen Mindestkursanstieges.

Bei dem oben unter *Anwendung der Erfolgsziele* beschriebenen Abschlagsmodell wird der Basispreis noch mal anders berechnet. Er beträgt den Wert des Aktienkurses zum Zeitpunkt der Ausübung abzüglich des performanceabhängigen Preisabschlages. Auch hier sollte wiederum nicht ein einziger Tageskurs, sondern der Mittelwert eines mehrtägigen Zeitraums maßgeblich sein.

VI. Die Sperrfristen

Als nächstes geht es um jene Ausübungsbedingungen, die eine am langfristigen und nachhaltigen Erfolg des Unternehmens orientierten Geschäftspolitik gewährleisten sollen.

In der Regel verfolgen ein Unternehmen und seine Eigentümer eine nachhaltige, die Stabilität der Gesellschaft fördernde Wertsteigerung ihres Kapitals. Stock Option-Pläne können diese Unternehmenspolitik unterstützen, indem für die eingeräumten Optionen einer Sperrfrist vorgesehen wird. Als Sperrfrist bezeichnet man den Zeitraum, während dessen der Begünstigte die ihm eingeräumten Aktienoptionen nicht ausüben darf; eine Sperrfrist legt dem Begünstigten also eine Mindesthaltepflicht auf.

Bei nackten Optionen, die durch eine bedingte Kapitalerhöhung bedient werden, ist eine gesetzliche Mindestfrist von 2 Jahren in §§ 193 II Nr. 4 vorgeschrieben. Ansonsten hängt die Fristlänge von der Unternehmensstrategie ab. Die Sperrfrist von 3 Jahren aus dem AktG ist oft eine angemessene Frist, sollte im Einzelfall aber auf drei bis fünf Jahre ausgedehnt wer-

den. Natürlich sollte die Laufzeit der Sperrfrist um so länger sein, je mehr das Unternehmensziel der Mitarbeiterbindung im Vordergrund steht. Andererseits sollten die Sperrfristen bei Gesellschaften mit sehr kurzen Produktzyklen entsprechend kurz sein. Auch wenn einmalige Leistungen wie Börsengänge oder Krisenbewältigungen honoriert werden sollen, sind 3 Jahre ausreichend. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, wann anstehende Großereignisse wie Umstrukturierungen oder Großaufträge in den Aktienkurs einfließen werden.

Sehr empfehlenswert im Sinne einer kontinuierlichen Anreizfunktion ist es, gleitender Mindesthaltepflichten vorzusehen. Danach kann der Begünstigte einen Anteil seiner Aktienoptionen, sagen wir z.B. 40%, schon nach zwei Jahren, weitere 30 % nach drei Jahren und die letzten 30% nach vier Jahren ausüben. Damit wird auch einer üblichen Erfahrung in der Praxis entgegengewirkt, nach der die Teilnehmer dazu tendieren, ihre Optionen sofort nach Ablauf der Sperrfrist restlos auszuüben.

Dabei können natürlich für jede Ausübungsperiode neue Erfolgsziele vereinbart werden.

VII. Ausübungsfristen

Nach Ablauf dieser Frist beginnt dann die meist mehrjähriger Ausübungsfrist, innerhalb welcher der Teilnehmer seine Optionen auszuüben hat, immer unter Voraussetzung natürlich, daß sämtliche Bedingungen erfüllt sind. Sie beträgt meist 2 bis-3 Jahre.

Während dieser Zeit sind einige Ausübungsbeschränkungen sinnvoll. Um Kursmanipulationen, Bilanzbeschönigungen und die Vertagung notwendiger Investitionsvorhaben auf den Zeitraum nach einer Optionsausübung zu unterbinden und die Ausnutzung besonderer Börsensituationen zu verhindern, sollte der Begünstigte nicht alle Aktienoptionen auf einmal ausüben dürfen. Statt dessen sollten Tranchen festgelegt werden, bei denen der Mitarbeiter seine Optionen gleitend ausübt. In Frage kommt dabei z.B. ein Ausübungsrecht von max. 15 Prozent alle 6 Wochen.

Um zu verhindern, daß der Begünstigte Informationsvorteile nutzt, in dem er kurz vor Bekanntgabe negativer Nachrichten seine Bezugsrechte ausübt, kann auch vorgesehen werden, daß die Optionen nur einen Tag bis maximal vier Wochen nach einer Hauptversammlung oder nach einem Quartalsbericht ausgeübt werden dürfen, wenn eine weitgehende Informationssymmetrie zwischen Anleger und Führungsmannschaft herrscht.

Alternativ kann zwischen Erteilung und Ausführung des Ausübungsauftrages auch ein zeitlicher Abstand gelegt werden, der mindestens 6 Wochen betragen sollte.

VIII. Haltefristen und Verkaufsbeschränkungen für die bezogenen Aktien

Mit Ausübung der Optionen wird der bis dahin aufschiebend bedingte Kaufvertrag unbedingt wirksam. Der Optionsinhaber ist nun verpflichtet, den Optionspreis an den Aussteller der

Option - meist die Gesellschaft oder eine Bank - zu entrichten und bekommt dafür einen Anspruch auf Übereignung der Aktien.

Dabei stellt sich die Frage, ob der Begünstigte die Aktien unmittelbar nach Erhalt wieder verkaufen darf oder ob die bezogenen Aktien erst nach einer bestimmten Haltefrist veräußert werden dürfen.

Am verbreitetsten ist der sog. Barausgleich. Dabei werden die Aktien erworben und in einer fast zeitgleichen Transaktion wieder verkauft, so daß die Differenz zwischen Basispreis und Verkaufskurs als Barbetrag an den Teilnehmer ausgeschüttet werden kann. Es findet also kein finanzielles Engagement des Begünstigten statt.

Um den Begünstigten weiter an das Unternehmen zu binden und die Anreizwirkung zu verlängern, kann aber auch erwogen werden, eine Haltefrist für die bezogenen Aktien zu vereinbaren. Dafür spricht, daß der Teilnehmer als Aktionär finanziell und auch psychologisch noch stärker mit den Gesellschaftsinteressen verbunden ist als ein Optionsinhaber, der seine Optionen gegebenenfalls einfach verfallen lassen kann. Dies kann auf zwei Wegen erreicht werden. Zum einen können alle bezogenen Aktien mit einer Haltepflicht belegt werden. Dies ist bei der derzeitigen Besteuerungspraxis aber problematisch, da der gesamte Optionsgewinn erst bei Ausübung der Optionen zu versteuern ist. Der Begünstigte müßte also zusätzlich zum schon beachtlichen Kaufpreis für die Aktien, der bei Führungskräften leicht in die Hunderttausende gehen kann, den gegebenenfalls ebenfalls beträchtlichen Steueraufwand leisten. Das würde den Begünstigten in den meisten Fällen wohl zu stark belasten.

Aus diesem Grund ist der zweite Weg einer Haltepflicht zu bevorzugen. Dazu wird der Optionsgewinn nach Abzug der Steuerschuld nicht bar, sondern in Aktien ausgezahlt. Der Begünstigte erhält also Aktien in Höhe des Optionsgewinnes, was sich für ihn als liquiditätsneutral darstellt.

Die Entscheidung für oder gegen eine Haltepflicht hängt von strategischen Überlegungen ab. Möchte man mehr auf die Interessen des Mitarbeiters oder des Aktionärs eingehen? Wenn sich die Gesellschaft vor allem als Arbeitgeber attraktiv machen wird darauf eher zu verzichten sein.

In Betracht kommt auch ein Kompromiß, indem das Unternehmen den Begünstigten mit zusätzlichen Gratisaktien belohnt, wenn dieser sich freiwillig einer Haltefrist unterwirft.

Bei dem Verkauf der Aktien ist stets die Insiderproblematik zu beachten. Der Teilnehmer ist meistens als Primärinsider und die Aktien als Insiderpapiere im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes einzustufen. Es empfiehlt sich deswegen die Aufnahme bestimmter Schutzmechanismen, die den Veräußerer vor einer Verletzung des Wertpapierhandelsgesetzes schützen. Dazu sollten ein Verkauf wie bereits oben unter 'Ausübungsfenster' geraten nur innerhalb fester Handelsfenster erfolgen dürfen, z. B. einen Tag bis spätestens vier Wochen nach einer Hauptversammlung, den Quartalsberichten oder nach der Bekanntgabe wichtiger Unternehmensdaten aus anderem Anlaß.

IX. Begrenzung des maximalen Ausübungsgewinns

Stock Option-Pläne bieten den Teilnehmer ein theoretisch unbegrenztes Gewinnpotential. In der Tat gibt es einige Beispiele, die v.a. in den USA zu exzessiven Bezügen bei einigen Beteiligten geführt haben. Dies entspricht nicht der deutschen Unternehmenskultur, die von einem relativ breiten sozialen Konsens geprägt ist. Deswegen kann es sinnvoll sein, die Höhe des maximalen Ausübungsgewinns zu begrenzen. Dies kann bei höheren Gewinnen durch eine degressive Gewinnbeteiligung erreicht werden. Denkbar wäre z.B. eine Kontingentierung der Aktienoptionen, wenn eine vorher festgelegte Kursdifferenz zwischen Basispreis und Kurswert der Aktien zum Zeitpunkt einer Ausübung überschritten wird. Dann würde statt der ursprünglich vorgesehenen Anzahl an Optionen nur ein bestimmter Prozentsatz ausgeübt werden dürfen und der Rest verfallen. Alternativ kann bei einem allzu hohen Kursunterschied der Basispreis angehoben werden.

Der maximal zugelassene Ausübungsgewinn sollte sich am Fixgehalt des Begünstigten orientieren und beispielsweise ab einer Höhe von 80% der Festbezüge gedeckelt werden.

X. Der Berechtigtenkreis

In der bisherigen Darstellung war stets allgemein von Mitarbeitern und Führungskräften als Begünstigte eines Stock Option-Planes die Rede. Welchem Mitarbeiterkreis sollen aber genau Aktienoptionen eingeräumt werden? Dem Vorstand und den oberen Hierarchieebenen, oder allen Mitarbeitern und auch dem Aufsichtsrat?

Wie bei allen Gestaltungsaspekten eines Stock Option-Planes kommt es auf die Ziele des Unternehmens an. Unter Anreizgesichtspunkten ist es zweckmäßig, nur diejenigen Mitarbeiter einzubinden, die auch wesentlich zur Erreichung der Erfolgsziele beitragen können. Bei aktienkursgebundenen Optionsplänen kommen demnach alle Mitarbeiter in Betracht, die mit ihrer Tätigkeit zur Wertsteigerung des Unternehmens und somit zur Kursbildung beitragen. Das sind alle Führungskräfte, die für die Unternehmensstrategie mitbestimmend sind und eventuell speziell hervorgehobene Mitarbeitergruppen wie Programmierer und sonstige IT-Kräfte. Bei kleineren Unternehmen sind im Einzelfall sogar alle Mitarbeiter entscheidend, bei Großunternehmen wird üblicherweise noch die 2. oder 3. Ebene unterhalb des Vorstandes einbezogen.

Ein anders Bild ergibt sich für den Berechtigtenkreis, wenn das Unternehmen neben der Anreizwirkung noch andere Ziele anstrebt. Soll der Plan als Argument bei der Mitarbeiterakquisition und -bindung eingesetzt werden, soll die Unternehmensliquidität geschont und die Arbeitskosten flexibilisiert werden oder die Identifikation der Mitarbeiter mit dem Arbeitgeber verstärkt werden, so kann es sinnvoll sein, weitere, vielleicht sogar alle Mitarbeiter einzube-

ziehen. Dies gilt um so mehr, wenn ohnehin geplant ist, ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm einzuführen. Aus dem Wesen von Optionsplänen an sich lassen sich jedenfalls keine grundsätzlichen Einschränkungen hinsichtlich des Teilnehmerkreises ableiten. Bei entsprechender Aufklärungsarbeit sind Aktienoptionen durchaus auch für alle Mitarbeiter geeignet. Die Erfahrung zeigt, daß sich bei konsequenter Aufklärung die Mehrheit der Mitarbeiter von Aktienoptionen zu überzeugen ist. Gerade bei jüngeren, unterkapitalisierten Gesellschaften ist eine unbeschränkte Zuteilung darum überlegenswert.

Allerdings ist zu bedenken, daß der Verwässerungseffekt um so größer ist, je mehr Aktien bei Ausübung der Optionen ausgeteilt werden. Außerdem ist die Motivationswirkung eines am Gesamterfolg des Unternehmens orientierten Anreizsystemes um so geringer, je größer die Zahl der Begünstigten ist, da die Prämie je Begünstigter dann um so kleiner wird.

Falls nicht alle Mitarbeiter in den Berechtigtenkreis einbezogen werden sollen, muß sich das Unternehmen um Aufklärung und Information bemühen, um Akzeptanz für den Stock Option-Plan im ganzen Unternehmen, also auch bei den Nichtbegünstigten, herzustellen. Andernfalls könnten die ausgelassenen Mitarbeiter eine Zurücksetzung ihrer Interessen befürchten. Insoweit spiegelt die Einführung von Stock Options die bekannten Probleme der Personalarbeit wieder. Um eine möglichst breite Akzeptanz zu gewährleisten, muß der Aktienoptionsplan transparent sein und einen für alle nachvollziehbaren Verteilungsplan enthalten. Einzelne dürfen nicht willkürlich privilegiert werden. Die Stückzahlen bzw. Volumina der angebotenen Optionen müssen objektiv dem Schwierigkeitsgrad und dem Einfluß auf die Steigerung des Unternehmenswertes entsprechend gestaffelt werden.

Bezüglich des Aufsichtsrates ist eine Beteiligung umstritten. Eigentlich hat er im Rahmen seiner Überwachungsfunktion einen wesentlichen Einfluß auf den Unternehmenserfolg, obwohl er nicht direkt in die Unternehmensexekutive eingreifen darf. Dies gilt wegen der größeren Sachnähe zum Tagesgeschäft um so mehr bei jüngeren Wachstumsunternehmen. Aber auch bei großen Unternehmen können Aktienoptionen für den Aufsichtsrat einen Anreiz schaffen, ein effizientes Informationssystem und Ausschußwesens einzurichten. Das würde an sich für die Vergabe von Aktienoptionen an den Aufsichtsrat sprechen. Allerdings steht ihm kein Kontrollorgan gegenüber, das eine ausgewogene Gestaltung des Aktienoptionsplanes überwachen könnte. Die Zuteilung von Stock Options an Aufsichtsräte ist demnach aus anreizkompatiblen Gesichtspunkten nur bedingt sinnvoll. Für die allermeisten Stock Option-Pläne kommt eine Beteiligung des Aufsichtsrates schon aus rechtlichen Gründen nicht in Betracht, da z.B. § 192 II Nr. 3 AktG die Vergabe von Aktienoptionen an Aufsichtsräte bei bedingtem Kapital nicht erlaubt.

XI. Das Repricing und das Verbot von Kurssicherungsgeschäften

Bisher wurden die zentralen Gestaltungsparameter eines Optionsplanes erörtert. Folgend sollen noch sonstige maßgebliche Fragen angesprochen werden.

Beim repricing werden die Optionsbedingungen nachträglich geändert, wenn sich aufgrund der Aktienkursentwicklung herausstellt, daß die Erfolgsziele nahezu unerreichbar geworden sind. Grundsätzlich ist eine Senkung der Ausübungshürden natürlich systemwidrig, da der Begünstigte die schlechte Kursentwicklung ja gerade zu spüren bekommen soll. Wenn diese aber auf nicht personenbedingte Ursachen zurückzuführen ist, kann eine Verlängerung der Laufzeit der Optionen oder die nachträgliche Korrektur des Erfolgszieles angemessen sein. Mit einem repricing ist aber sehr zurückhaltend umzugehen. Insbesondere stellen bloß kurzfristige Kursverluste keinen ausreichenden Anlaß dafür dar. Die Bedingungen, unter denen ein repricing ausnahmsweise durchgeführt werden darf sollten von Anfang an in dem von der Hauptversammlung genehmigten Plan festgelegt werden und nur vom Aufsichtsrat im konkreten Fall beschlossen werden dürfen.

Die Einzelvereinbarung mit dem Begünstigten sollte außerdem ein Verbot von Kurssicherungsgeschäften und die Nichtübertragbarkeit der Optionen enthalten, da andernfalls dem Sinn von Aktienoptionen zuwidergelaufen wird.

Überdies sollte sie Regelungen über eine Anpassung des Optionsrechtes bei Kapitalerhöhungen oder -herabsetzungen und bei Wechseln der Unternehmenskontrolle vorsehen.

XII. Das vorzeitige Ausscheiden des Begünstigten

Zuletzt sollten Regelungen für den Fall vorgesehen werden, daß der Begünstigte seine Tätigkeit vorzeitig und vor Ablauf der einzelnen Sperrfristen beendet. Dabei ist zu unterscheiden, ob das Ausscheiden altersbedingt ist, oder ob eine Kündigung bzw. ein Aufhebungsvertrag vorliegt.

Grundsätzlich verliert ein Anreizsystem, welches das Verhalten des Begünstigten beeinflussen soll, mit dessen Ausscheiden seinen Sinn. Bei Kündigung und Vertragsaufhebung ist deshalb eine Regelung sinnvoll, die - abhängig davon, wie weit die Sperrfrist schon abgelaufen ist - wenigstens den teilweise ersatzlosen Verfall der Optionen vorsieht.

Bei einer Beendigung der Tätigkeit aus Altersgründen ist es dagegen zweckmäßig, die Optionen weiter laufen zu lassen. Dies bewirkt eine Verringerung des sog. Horizontproblems, wonach Manager kurz vor der Pensionierung zu einer kurzfristig orientierten Unternehmenspolitik neigen, da sie die langfristigen Auswirkungen selber nicht mehr spüren werden.

XIII. Das Timing und die Ausgabefrequenz

Damit Stock Option-Pläne eine kontinuierliche Anreizwirkung entfalten können, ist eine regelmäßige Zuteilung von Aktienoptionen an die Mitarbeiter sinnvoll. Damit wird auch dem Umstand Rechnung getragen, daß der Aktienkurs nur mittel- bis langfristig den Unternehmenswert angemessen widerspiegelt. Empfehlenswert ist etwa eine jährliche Verteilungsfrequenz. Kürzere, z.B. monatliche Zuteilungen verringern dagegen die Anreizwirkung zu stark, da bei fallenden Kursen sofort wieder neue Optionen zu entsprechend niedrigeren Basispreisen eingeräumt werden würden.

Wie viele Aktienoptionen jährlich ausgeteilt werden sollten, hängt von der Unternehmenssituation ab. Sollen einmalige Situationen wie der Börsengang oder eine Turn around-Situation unterstützt werden, ist die Übergabe eines größeren Optionspaketes sinnvoll. Soll eine permanente Anreizwirkung erzielt werden, ist eine gleichbleibende Zuteilung ratsam. Maßgeblich sollte dabei nicht die Zahl, sondern der Wert der Optionen sein. Zu Beginn sollten nicht zu viele Optionen auf einmal ausgeteilt werden, damit für die nachfolgenden Zuteilungsphasen und für neue Mitarbeiter ausreichend Spielraum bleibt.

Ein besonders geeigneter Zeitraum für die Begebung eines Stock Option-Planes stellt die Phase vor der Erstlistung des Unternehmens an der Börse dar. Einerseits können vor der breiteren Streuung der Anteile an der Börse die erforderlichen Hauptversammlungsbeschlüsse einfacher gefaßt werden. Andererseits kann der Aktienwert und damit der Basispreis ohne großen Aufwand festgestellt werden, da im Zuge des Börsenganges eine Unternehmensbewertung sowieso durchgeführt werden muß, etwa um die Bookbuilding-Spanne zu bestimmen.

Für bereits börsennotierte Gesellschaften bietet sich die Einführung von Stock Option-Plänen vor entscheidenden Großprojekten an.

G) Schlußbemerkung

Es gibt bisher grundsätzlich kein zweites Vergütungsmodell, das die Interessen von Kapitalgebern, Unternehmensleitung und Mitarbeitern besser verbindet als ein ausgewogener Aktienoptionsplan. Entscheidend für den Erfolg als Anreizinstrument ist eine individuelle Ausgestaltung der einzelnen Planparameter. Wie gezeigt, existiert keine Gestaltungsform, die für alle Unternehmen gleichermaßen geeignet ist. In der Tat haben Stock Option-Pläne gerade in Deutschland in den letzten zwei Jahren eine so erstaunliche Vielfalt erfahren, daß die deutsche Optionsplankultur entgegen der üblichen Einbahnstraße bereits in ihr Ursprungsland USA ausstrahlt.

In der gegenwärtigen Phase starker, kurzfristiger Stimmungsschwankungen an den Kapitalmärkten wird die Effektivität von Aktienoptionsplänen allerdings vermehrt in Zweifel gezogen.

Dieser Kritik ist aber entgegenzuhalten, daß Aktienoptionen ein Vergütungsmittel mit langfristigem Zeithorizont darstellen. Kurz- und mittelfristige Kursschwankungen kann wie erörtert mit angemessenen Laufzeiten, einer kontinuierlichen Zuteilung von Aktienoptionen und der Festsetzung von relativen Erfolgszielen wirksam begegnet werden. Überdies können Stock Option-Pläne mit anderen, kurzfristig orientierten variablen Bezugselementen kombiniert werden.

Im Übrigen ist eine anreizkompatible Vergütung als Bestandteil einer effizienten Corporate Governance keineswegs als Modeerscheinung einer neuen -Glücksritter-Aktienkultur anzusehen, stammt doch die erste bekanntgewordene systematische Verknüpfung von Pay und Performance Vergütungsinstrument aus den Zeiten Julius Cäsars, der die Höhe der Belohnung seiner wichtigsten Feldherren an die erbeuteten Reichtümer band.

[1] Welche betriebswirtschaftlichen Kennzahlen im Einzelnen herangezogen werden können, ist ein umfangreiches Thema für sich, das am Besten nachzulesen in: Kramarsch, Michael H., Aktienbasierte Managementvergütung, Stuttgart 2000.