Dissertationsthema

Bewertung von Aktienoptionen als ein mögliches Instrument
der Top-Management-Vergütung

Erstgutachter: Univ.-Prof. Dr. Werner Fröhlich
Internationales Institut für Management
Auf dem Campus 1
24943 Flensburg
werner.froehlich@uni-flensburg

Zweigutachter: Univ.-Prof. DDr. Roman Brandtweiner
Donau-Universität Krems
Dr. Karl-Dorrek-Straße 30
A-3500 Krems
roman.brandtweiner@donau-uni.ac.at

Doktorrand: Dirk-Uwe Clausen
Brödermannsweg 53c
22453 Hamburg
Matrikel-Nr.: 526534
dirk-uwe.clausen@web.de

Datum: 12. Juni 2007

Schriftliche Versicherung

Hiermit versichere ich, dass die vorliegende Dissertation von mir selbständig angefertigt wurde, die benutzten Hilfsmittel vollständig angegeben und sämtliche dem Wortlaut oder dem Inhalt nach aus anderen Schriften übernommenen Stellen unter genauer Quellenangabe als solche kenntlich gemacht sind.

Dirk-Uwe Clausen

Hamburg 12. Juni 2007

Für Kirsten und Lea Kristin

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis XI

Tabellenverzeichnis XIV

Abkürzungsverzeichnis XVI

Teil A: Grundlagen ... 18

1 Einführung ... 18

1.1 Problemstellung und Zielsetzung ... 18

1.2 Aufbau der Arbeit ... 23

2 Einige Eckdaten aus der Geschichte der Mitarbeiterbeteiligung ... 28

3 Überblick über die theoretische verhaltenswissenschaftliche Forschung zur Motivation im Arbeitsprozess ... 32

3.1 Inhaltstheorien ... 34

3.1.1 Maslowsche Theorie der Bedürfnishierarchie ... 34

3.1.2 Die Motivation-Maintenance-Theory von Herzberg (Zwei-Faktoren-Theorie) ... 35

3.2 Prozesstheorien ... 38

3.3 Wertewandel und der Einfluss auf die Arbeitswelt ... 39

3.4 Fazit zu Motivationstheorien ... 41

4 Personalmanagement und Vergütungssysteme ... 43

4.1 Grundlagen und Komponenten der Gesamtvergütung ... 45

4.1.1 Grundgehalt ... 46

4.1.2 Cafeteria-Modelle als Möglichkeit zur Individualisierung von Vergütungselementen ... 48

4.1.3 Betriebliche Altersversorgung ... 55

4.1.4 Überblick über ausgewählte Beteiligungsformen ... 57

4.1.4.1 Erfolgsbeteiligung ... 57

4.1.4.2 Ertragsbeteiligung ... 58

4.1.4.2.1 Gewinnbeteiligung 59
4.1.4.2.2 Leistungsbeteiligung 61
4.2 Fazit zu Personalmanagement und Vergütungssysteme 63

Teil B: Hauptteil 65

5 Aktienbasierte Beteiligungsprogramme 65
5.1 Echte aktienkursbasierte Vergütungsprogramme 65
5.1.1 Aktienoptionspläne 65
5.1.2 Qualified Stock Option Plan 66
5.1.3 Non-Qualified Stock Option Plan 67
5.1.4 Incentive Stock Option Plan 68
5.1.5 Performance-Contingent Stock Option Plan (PCSOP) 68
5.1.6 Restricted Stock Option Plan 69
5.2 Virtuelle aktienkursbasierte Vergütungsprogramme 70
5.2.1 Phantom Stocks 70
5.2.2 Stock Appreciation Rights (SAR) 71
5.3 Fazit zu aktienbasierten Beteiligungsprogrammen 72

6 Shareholder Value aus Sicht der unterschiedlichen Interessengruppen 74
6.1 Grundgedanke des Shareholder Value 74
6.2 Investorenstruktur 76
6.3 Management und Anreizwirkung von Shareholder Value 79
6.3.1 Kapitalmarkt 79
6.3.2 Principal-Agent-Theory 80
6.4 Arbeitnehmer 83
6.5 Fazit zu Shareholder Value und den Interessengruppen 87

7 Der Deutsche Corporate Governance Kodex 89
7.1 Zielsetzungen und Aufbau des Kodexes 89
7.2 Empfehlungen für die Vorstandsvergütung 91

7.3 Einfluss des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Vergütung der Organe ... 93

8 Anforderungskriterien als Grundlage für die Bewertung von Aktienoptionsprogrammen ... 97

8.1 Überblick über den Kriterienkatalog ... 97

8.2 Transparenz ... 101

8.3 Wirtschaftlichkeit ... 105

8.4 Leistungsorientierung ... 108

8.5 Anreizkompatibilität ... 110

8.6 Strategische Ausrichtung ... 112

8.7 Fazit zu den Anforderungskriterien ... 114

9 Bewertung von Aktienoptionsprogrammen ... 116

9.1 Transparenz ... 117

9.1.1 Beeinflussbarkeit ... 117

9.1.1.1 Bilanzmanipulation ... 117

9.1.1.2 Ausnutzung von Insiderwissen ... 118

9.1.1.3 Free-Rider-Verhalten ... 120

9.1.1.4 Kapitalmarkttrends und externe Markteinflüsse ... 121

9.1.1.5 Aktienrückkauf in manipulativer Absicht ... 123

9.1.1.6 Windfall-Profits ... 125

9.1.1.7 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Beeinflussbarkeit ... 127

9.1.2 Systemtransparenz ... 127

9.1.2.1 Finanzierung und Ausgestaltungsparameter ... 128

9.1.2.2 Informationen zur Einkommensstruktur des Managements ... 129

9.1.2.3 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Systemtransparenz ... 133

9.2 Wirtschaftlichkeit ... 133

9.2.1 Angemessenheit der Vorstandsgehälter ... 133

9.2.2 Optionspreismodelle und Benchmarking ... 137

9.2.3 Verwässerungseffekt ... 140

9.2.4 Bilanzierung von Aktienoptionen und Einfluss auf die Ertragssituation 143
9.2.5 Repricing 150
9.2.6 Entwicklungs- und Administrationskosten von Aktienoptionsprogrammen 153
9.2.6.1 Entwicklungskosten 153
9.2.6.2 Administrative Kosten 154
9.2.7 Kommunikation 155
9.2.8 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Wirtschaftlichkeit 156
9.3 Leistungsorientierung 157
9.3.1 Die Festlegung des Basispreises 157
9.3.2 Indexierung bzw. Benchmarking 159
9.3.2.1 Basispreis über dem aktuellen Aktienkurs 159
9.3.2.2 Koppelung des Basispreises an einen Referenzindex 161
9.3.2.3 Ausübungshürden 164
9.3.3 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Leistungsorientierung 165
9.4 Anreizkompatibilität 166
9.4.1 Zielgruppen 166
9.4.2 Die Bedeutung für das Risikoverhalten des Managements 169
9.4.3 Die Bedeutung der Dividendenpolitik 171
9.4.4 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Anreizkompatibilität 173
9.5 Strategische Ausrichtung 173
9.5.1 Sicherstellung einer langfristigen Ausrichtung 173
9.5.2 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur strategischen Ausrichtung 174
9.6 Fazit zu der Bewertung von Aktienoptionsprogrammen 175

Teil C: Empirische Untersuchungen 182

10 Empirische Untersuchung I: Management-Vergütung und Bewertung der Aktienoptionspläne der DAX-30-Unternehmen 182

10.1 Vorgehensweise der empirischen Erhebung 182
10.2 Aktueller Stand der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsgehälter auf Basis des DCGK 183

10.3 Entwicklung der monetären Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden im Verhältnis zum Aktienkurs von 2004 auf 2005 ... 185
10.4 Ausgewertete Gestaltungsparameter der Optionspläne ... 188
10.5 Teilnehmerportfolio ... 189
10.6 Bewertungsmethodik ... 192
10.7 Bewertungsinhalte pro Beurteilungskriterium ... 193
10.7.1 Renditeziele ... 193
10.7.2 Referenzindex ... 194
10.7.3 Verknüpfung der Zielgrößen Renditeziel und Referenzindex ... 195
10.7.4 Laufzeitintervall ... 196
10.7.5 Sperrfristen ... 196
10.7.6 Ausübungsfenster ... 197
10.7.7 Wertobergrenze (Cap) ... 198
10.7.8 Basispreisberechnung ... 199
10.7.9 Eigeninvest ... 199
10.7.10 Bilanzierung ... 200
10.8 Ergebnisse der Bewertungsanalyse ... 201
10.8.1 Renditeziele ... 201
10.8.2 Referenzindex ... 203
10.8.3 Verknüpfung der Zielgrößen Renditeziel und Referenzindex ... 205
10.8.4 Laufzeitenintervall ... 206
10.8.5 Sperrfristen ... 208
10.8.6 Ausübungsfenster ... 209
10.8.7 Wertobergrenze (Cap) ... 210
10.8.8 Basispreisberechnung ... 211
10.8.9 Eigeninvest ... 213
10.8.10 Bilanzierung ... 214
10.9 Fazit zu der Bewertung der Optionspläne von den DAX-30-Unternehmen ... 215

11 Empirische Studie II: Fragebogenerhebung über Mitarbeiterbeteiligungsprogramme bei den DAX-30-Unternehmen ... 218

11.1 Konzeption und Zielsetzung der Studie ... 218

11.2 Teilnehmerportfolio ... 219

11.3 Interpretation der Ergebnisse ... 221

11.3.1 Formen der Beteiligungsprogramme ... 221

11.3.1.1 Leistungsorientierte Vergütung (Erfolgsbeteiligung) ... 222

11.3.1.2 Arbeitnehmerdarlehen ... 223

11.3.1.3 Genussscheine ... 225

11.3.1.4 Stille Beteiligung ... 226

11.3.1.5 Belegschaftsaktien ... 227

11.3.1.6 Aktienoptionen ... 229

11.3.2 Zielsetzungen der praktizierten Beteiligungsprogramme ... 231

11.3.2.1 Verhaltensbezogene Zielsetzungen ... 231

11.3.2.2 Finanzwirtschaftliche Zielsetzungen ... 233

11.3.2.3 Sonstige Zielsetzungen ... 235

11.3.3 Grundlegende Fragen zu Personalmanagement und Vergütungsgestaltung ... 237

11.3.3.1 Vergütungsmanagement allgemein ... 237

11.3.3.2 Personalmanagement ... 238

11.3.3.3 Zielgruppen von Mitarbeiterbeteiligungen ... 240

11.3.3.4 Interner Kommunikationsprozess ... 241

11.3.4 Einsatz von Beteiligungsprogrammen ... 243

11.3.4.1 Beteiligungsprogramme differenziert nach Hierarchie-Ebenen ... 243

11.3.4.1.1 Verteilung Aktienoptionen ... 243

11.3.4.1.2 Verteilung Belegschaftsaktien ... 246

11.3.4.1.3 Verteilung leistungsorientierte Vergütung ... 247

11.3.4.1.4 Bedeutung der eingesetzten Beteiligungsprogramme ... 249

11.3.4.2 Verwendete Performance-Indikatoren für die Messung der Zielerreichung ... 250

11.3.4.2.1 ReWe-Kiterien und unternehmensbezogene Indikatoren ... 250

11.3.4.2.2 Spezifische Kriterien als Bemessungsgrundlage ... 252

11.3.4.3 Zufriedenheitsgrad der Mitarbeiter 252
11.3.4.4 Aufsichtsrat und wertorientierte Vergütung 254
11.3.4.4.1 Verbreitungsgrad einer wertorientierten Vergütung 254
11.3.4.4.2 Gewünschte Form der Aufsichtsratsvergütung 255
11.4 Fazit zu den praktizierten Beteiligungsprogrammen bei den DAX-30-Unternehmen .. 256

Teil D: Abschlussbetrachtung 260

12 Zusammenfassung und Ausblick 260

Anhang Detaillierte Übersicht zur Einzelbewertung der DAX-30 Optionspläne 271

Anhang: Fragebogen zur empirischen Studie über Mitarbeiterbeteiligungsprogramme 281

Literaturverzeichnis 289

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Aufbau der Arbeit	27
Abb. 2:	Übersicht über die zeitliche Entwicklung der Beteiligung in Deutschland	29
Abb. 3:	Übersicht über ausgewählte Theorien zur Motivationsforschung	33
Abb. 4:	Übersicht über Hygienefaktoren und Motivatoren	36
Abb. 5:	Beispielhafte Übersicht über eine Gesamtvergütungsstruktur	46
Abb. 6:	Übersicht über Bewertungsverfahren	48
Abb. 7:	Übersicht über Cafeteria-Modelle	51
Abb. 8:	Übersicht über beispielhafte Cafeteria-Bausteine	54
Abb. 9:	Mögliche Formen der Erfolgsbeteiligung	58
Abb. 10:	Übersicht über aktienkursbasierte Beteiligungsprogramme	66
Abb. 11:	Mögliche Verläufe des Aktienkurses zu einem Referenzindex	163
Abb. 12:	Mögliche Verläufe des Aktienkurses zu einem Referenzindex	163
Abb. 13:	Stand der Veröffentlichung der individualisierten Vorstandsvergütung im Geschäftsbericht	184
Abb. 14:	Zugrunde gelegte Bewertungskriterien	188
Abb. 15:	Bewertungsraster	193
Abb. 16:	Bewertungsdarstellung Absolute Renditegröße	194
Abb. 17:	Bewertungsdarstellung Referenzindex	195
Abb. 18:	Bewertungsdarstellung Kombination der Renditeziele	195
Abb. 19:	Bewertungsdarstellung Laufzeitintervall	196
Abb. 20:	Bewertungsdarstellung Sperrfristen	197
Abb. 21:	Bewertungsdarstellung Ausübungsfenster	198
Abb. 22:	Bewertungsdarstellung Wertobergrenze	198

Abb. 23:	Bewertungsdarstellung Basispreisberechnung	199
Abb. 24:	Bewertungsdarstellung Eigeninvest	200
Abb. 25:	Bewertungsdarstellung Bilanzierung	201
Abb. 26:	Auswertung Renditeziele	201
Abb. 27:	Auswertung Referenzindex	203
Abb. 28:	Auswertung Verknüpfung der Ziele	205
Abb. 29:	Auswertung Laufzeiten	206
Abb. 30:	Auswertung Sperrfristen	208
Abb. 31:	Auswertung Wertobergrenze	210
Abb. 32:	Auswertung Basispreisberechnung	211
Abb. 33:	Auswertung Form der Bilanzierung	214
Abb. 34:	Übersicht Branchenverteilung	220
Abb. 35:	Auswertung Implementierungsquote leistungsorientierte Vergütung	222
Abb. 36:	Auswertung Implementierungsquote Arbeitnehmerdarlehen	223
Abb. 37:	Auswertung Implementierungsquote Genussscheine	225
Abb. 38:	Auswertung Implementierungsquote Stille Beteiligung	226
Abb. 39:	Auswertung Implementierungsquote Belegschaftsaktie	227
Abb. 40:	Auswertung Implementierungsquote Aktienoptionen	229
Abb. 41:	Auswertung Vergütungsmanagement allgemein	237
Abb. 42:	Auswertung Personalmanagement	238
Abb. 43:	Auswertung Zielgruppen von Beteiligungsprogrammen	240
Abb. 44:	Auswertung interner Kommunikationsprozess	241

Abb. 45:	Auswertung Verteilung von Aktienoptionen auf die Hierarchie-Ebenen	243
Abb. 46:	Auswertung Verteilung von Belegschaftsaktien auf die Hierarchie-Ebenen	246
Abb. 47:	Auswertung Verteilung der leistungsorientierten Vergütung auf die Hierarchie-Ebenen	247
Abb. 48:	Auswertung Bemessungskriterien als Grundlage der Beteiligung (1)	250
Abb. 49:	Auswertung Bemessungskriterien als Grundlage der Beteiligung (2)	252
Abb. 50:	Auswertung Aufsichtsrat und wertorientierte Vergütung	254

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Übersicht Auswahl von Sozialleistungen	49
Tab. 2:	Synopse über die in der Literatur genannten Bewertungskriterien für Beteiligungsprogramme	99
Tab. 3	Übersicht Bewertungskriterien	116
Tab. 4:	Zusammenfassende Bewertungsmatrix Beeinflussbarkeit	127
Tab. 5:	Zusammenfassende Bewertungsmatrix Systemtransparenz	133
Tab. 6:	Zusammenfassende Bewertungsmatrix Wirtschaftlichkeit	156
Tab. 7:	Zusammenfassende Bewertungsmatrix Leistungsorientierung	165
Tab. 8:	Zusammenfassende Bewertungsmatrix Anreizkompatibilität	173
Tab. 9:	Zusammenfassende Bewertungsmatrix strategische Ausrichtung	174
Tab. 10:	Entwicklung Vorstandsvergütung	186
Tab. 11:	Übersicht Teilnehmerportfolio	191
Tab. 12:	Übersicht Gesamtbewertung	215
Tab. 13:	Funktionsclusterung	218
Tab. 14:	Teilnehmerübersicht	220
Tab. 15:	Auswertung verhaltensbezogene Zielsetzungen	231
Tab. 16:	Auswertung finanzwirtschaftliche Zielsetzungen	233
Tab. 17:	Auswertung sonstige Zielsetzungen	235
Tab. 18:	Auswertung Bedeutung von Beteiligungsprogrammen im Unternehmen	249
Tab. 19:	Auswertung Zufriedenheitsgrad der Mitarbeiter mit den Beteiligungsprogrammen	252

Tab. 20: Auswertung wertorientierte Vergütung für den Aufsichtsrat 255

Tab. 21: Detailbewertung Planart und Renditeziele 271

Tab. 22: Detailbewertung Referenzindex 272

Tab. 23: Detailbewertung Vernetzung der Zielgrößen Renditeziel und Referenzindex 273

Tab. 24: Detailbewertung Laufzeiten 274

Tab. 25: Detailbewertung Sperrfristen 275

Tab. 26: Detailbewertung Ausübungsfenster 276

Tab. 27: Detailbewertung Wertobergrenze (Cap) 277

Tab. 28: Detailbewertung Basispreisberechnung 278

Tab. 29: Detailbewertung Eigeninvest 279

Tab. 30: Detailbewertung Bilanzierung 280

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
bzw.	beziehungsweise
CEO	Chief Executive Officer
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DGFP	Deutsche Gesellschaft für Personalführung
erg.	ergänzte
erw.	erweiterte
EVA®	Economic Value Added
FASB	Financial Accounting Standards Board
gem.	gemäß
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IASB	International Accounting Standards Board
i. d. R.	i. d. R.
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISOP	Incentive Stock Option Plan
Jg.	Jahrgang
KonTrag	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LTIP	Long-Term Incentive Plan
LZ	Laufzeit
MAB	Mitarbeiterbeteiligungsprogramm
Millionen	Mio.
Milliarden	Mrd.
no.	Number

NQSOP	Non-Qualified Stock Option Plan
Nr.	Nummer
o. Jg.	ohne Jahrgang
o. V.	ohne Verfasser
p.	Page
PCSOP	Performance-Contingent Stock Option Plan
PF	Personalführung
QSOP	Qualified Stock Option Plan
S.	Seite
SAR	Stock Appreciation Rights
SF	Sperrfrist
Sp	Spalten
STIP	Short-Term Incentive Plan
u. U.	unter Umständen
u. a.	u. a.
vgl.	vergleiche
vol.	Volume
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZS	Zeitspanne

Teil A: Grundlagen

1 Einführung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Bei den anreizorientierten Vergütungssystemen für das Management bildet der Aktienkurs des Unternehmens nach wie vor eine wichtige Grundlage. "Shareholder Value" und "Stock Option" sind in diesem Zusammenhang ein eng verbundenes Begriffspaar, welches Anfang der neunziger Jahre aus den USA insbesondere in den börsennotierten Unternehmen in Deutschland Einzug gefunden hat. Dabei stehen die Begriffe für die Berücksichtigung der Interessen der Anteilseigner, im Wesentlichen erzielt durch die Wertsteigerung der Aktie, und u. a. auch für eine aktienkursbasierte Vergütung als eine Teilkomponente des Gesamtvergütungspaketes des Top-Managements. Das Management soll mit diesem Instrument bewegt werden, nachhaltig auf eine Steigerung des Aktienkurses hinzuarbeiten.[1] Insbesondere Rappaport (1999) hat mit seinen Veröffentlichungen über eine aktionärsorientierte Unternehmensführung dazu beigetragen, dass die Management-Vergütung als ein Element dieses wertorientierten Ansatzes in den Fokus der öffentlichen Diskussion gelangt ist.[2]

Die kontroversen Diskussionen um die systemgerechte Ausgestaltung von Beteiligungsprogrammen starteten in Deutschland Anfang der neunziger Jahre mit der Einführung der ersten Aktienoptionspläne, den so genannten Stock Options, bei den größeren Aktiengesellschaften des DAX-30.[3] Hierbei erhalten die Begünstigten das Recht zum Erwerb einer bestimmten Anzahl von Aktien des Unternehmens während eines bestimmten Zeitraums zu einem vorab festgelegten Bezugspreis.

Bemängelt wurde von prominenten Kritikern wie z. B. Wenger (2000), Knoll (1999) und Kaserer (1999) in erster Linie, dass die Stock-Option-Pläne dieser "ersten

---

1 Vgl. Peltzer, M. (2002), Stock Options— – Carrot, but no Stick, in: Börsenzeitung, 31.08.2002, S. 8

2 Vgl. exemplarisch: Rappaport, A. (1999), Shareholder Value, Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. vollständig überarbeitete u. aktualisierte Aufl., Stuttgart

3 Vgl. Weiß, D. M. (1999), Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln, S. 1

Generation" keinerlei Kontrollmechanismen aufwiesen, um einen möglichen Missbrauch dieser Vergütungsinstrumente seitens des Managements auszuschließen.[4] Zu den Plänen der "ersten Generation" zählen u. a. die Aktienoptionspläne von der Deutschen Bank, Daimler Benz AG und der VW AG.[5] Aber auch die aktuellen Pläne werden vor allem hinsichtlich der zugrunde gelegten Leistungsmaßstäbe (Performance-Größen) und der monetären Angemessenheit kritisiert.[6]

Darüber hinaus wird kritisiert, dass kein direkter Zusammenhang zwischen der Management-Leistung und dem Verlauf des Aktienkurses objektiv festzustellen ist.[7] Mit der steigenden Anzahl von Aktienoptionsplänen für das Management wurde die betriebswirtschaftliche Ausgestaltung zunehmend kritisch in der Öffentlichkeit hinterfragt. Insbesondere dann, wenn das Management trotz fallender Börsenkurse eine Zuteilung von Aktienoptionen erhalten hat. Diese kontroversen Diskussionen haben letztlich dazu geführt, dass die Unternehmen aufgrund des massiven Drucks die bestehenden Pläne entweder abgeschafft bzw. modifiziert haben.[8]

Aufgrund der besonderen Bedeutung dieser Thematik hat die Regierungskommission unter dem Vorsitz von Gerhard Cromme im Rahmen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) Gestaltungsempfehlungen für die Vorstands- und Aufsichtratsvergütung erarbeitet. Hierbei sind die Unternehmen angehalten, im Rahmen von vorgegebenen "Soll-und-Kann-Vorschriften“ den niedergelegten Gestaltungsempfehlungen Folge zu leisten bzw. in begründeten Fällen mit einer entsprechenden Stellungnahme davon abzuweichen. Experten für Corporate Governance und Vertreter aus der Politik fordern schon seit einigen Jahren die Offenlegung der individuellen Vorstandsgehälter der börsennotierten

---

4 Vgl. Wenger, E. (1998) , Aktienoptionsprogramme für Manager aus der Sicht des Aktionärs, in: Meffert, H., Backhaus, K. (Hrsg.): Stock Option und Shareholder Value, Münster, S. 51–69; Wenger, E., Knoll, L., Kaserer, C. (1999), Stock Options, in: WiSt, Heft 1, Januar 1999

5 Vgl. Spenner, E. (1999), Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, Eine Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen für Aktienoptionsmodelle nach bisherigem und nach dem KonTraG, S. 3

6 Vgl. Wilhelm, J., Drees, R. (2005), Union Investment-Studie zu den Aktienoptionsprogrammen der DAX-30-Unternehmen, Frankurt am Main

7 Vgl. Collins, J. (2005), Der Weg zu den Besten, Die sieben Management-Prinzipien für dauerhaften Unternehmenserfolg, München, S. 89; Vgl.; vgl. die Analyse über die Korrelation der Management-Vergütung zu dem Aktienkurs in Kapitel 11 der vorliegenden Dissertation

8 Vgl. o. V. (2004-c-), Telekom streicht alle Aktienoptionen für Topmanager. Führungskräfte der Deutschen Telekom sollen keine Aktienoptionen mehr erhalten. Der Konzern favorisiert stattdessen eine erfolgsabhängige Vergütung, in: ftd.de, 29.03.2004

Unternehmen.[9] Aufgrund dieser öffentlichen Kritik werden die vom DCGK ausgesprochenen Empfehlungen für die Publizität der Management-Gehälter, wenn auch nur zögerlich, von den börsennotierten Unternehmen übernommen.[10] Der Aufbau und die Auswirkungen des DCGK werden detailliert in Kapitel 7 der vorliegenden Dissertation erläutert.

Einen weiteren wesentlichen Einfluss auf die zukünftige Umsetzung von Aktienoptionsplänen wird die neue bilanzielle Behandlung dieser Vergütungsform ausüben. Unternehmen, die nach den Internationalen Financial Reporting Standards (IFRS) bilanzieren, sind dazu verpflichtet, die Aktienoptionen zukünftig als Aufwand zu verbuchen. Davon betroffen sind die Konzernabschlüsse aller kapitalmarktorientierten Unternehmen vom Jahr 2005 an. Unternehmen, die nach US-GAAP bilanzieren, müssen den Aufwand ab 2007 bilanzwirksam erfassen.[11] Mit dieser neuen Regelung wurde im Rahmen der Wirtschaftlichkeitsprüfung und den kostentechnischen Auswirkungen ein Teilaspekt der geforderten Transparenz aufgenommen. Auf Basis dieser neuen gesetzlichen Vorgabe wird es nachvollziehbar, warum die Unternehmen bei der Vergabe von Aktienoptionen an das Management zurückhaltender agieren und verstärkt auf langfristige Anreizsysteme mit wertorientierten Kenngrößen aus dem internen Rechnungswesen zurückgreifen[12] (vgl. Kapitel 9.2.4).

Letztlich hat auch die "hitzige" Diskussion um die massive Forcierung des Shareholder Value dazu beigetragen, die alleinige Ausrichtung auf den Aktienkurs als primäre Handlungsmaxime des Top-Managements kritisch zu hinterfragen. Praktische Beispiele hierfür sind der angekündigte Stellenabbau bei der Deutschen Bank, trotz wirtschafltich gutem Ergebnis, mit der Begründung, dass dieses als positives Signal seitens institutioneller Investorengruppen aufgenommen wird und

---

9 Vgl. Wihofszki, O. (2006), Ausgaben für Daimler-Topmanager steigen, in: ftd.de, 07.03.2006

10 Vgl. Fockenbrock, D. (2005), Trotz steigender Transparenz: Die Angaben der meisten DAX-Konzerne sind weiterhin mangelhaft, in: Handelsblatt, 05.04.2005, S. 2

11 Vgl. o. V. (2004-a-), Aktienoptionen müssen als Aufwand verbucht werden, Neuer internationaler Bilanzstandard beschlossen/Ausweis von Optionsprogrammen soll auch in Amerika geändert werden, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.02.2004, Nr. 44, S. 11

12 Vgl. Kramer, T. (2006), Neue Lockmittel für deutsche Topmanager, in: ftd.de, 02.04.2006; Vgl.; vgl. Bursee, M., Schawilye, R. (2005), Untersuchung von Long-Term-Incentive-Plänen bei 39 börsennotierten Unternehmen, PricewaterhouseCoopers, Dezember; vgl. Riecke, T. (2006), US-Firmen, Aktienoptionen sorgen für Chaos, in: handelsblatt.com, 09.01.2006

somit positive Auswirkungen auf den Aktienkurs zu erwarten sind.[13] Mit dieser unternehmerischen Entscheidung wird zum Ausdruck gebracht, dass der Befriedigung der Interessen der Anteilseigner höchste Priorität eingeräumt wird und sich die gesellschaftliche sowie soziale Verantwortung des Unternehmens dieser Fokussierung letztlich unterzuordnen hat. Resultierend aus dieser Prioritisierung werden die Bedürfnisse und Zielsetzungen nur partiell und als zweitrangig bewertet. Sie gewinnen dann an Bedeutung, wenn diese einen positiven Einfluss auf den Shareholder Value ausüben. Dass aber insbesondere die Mitarbeiter auf Basis ihres Arbeitseinsatzes und ihrer Leistung Mitverantwortlichkeit für den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens zeichnen, wird in diesem Zusammenhang unterschätzt und als nicht signifikant aus der Sichtweise des Unternehmens bewertet.[14]

Darüber hinaus setzt sich die Erkenntnis durch, dass Manager nicht nur unternehmensspezifische, sondern auch persönliche Ziele verfolgen können, die nicht mit den Interessen des Unternehmens und denen der Anteilseigner korrespondieren müssen (vgl. Kapitel 6 und 9).[15] Als wesentliches Argument für die Einführung von Aktienoptionen wird aufgeführt, dass dieses Vergütungsinstrument bei einer unternehmensspezifischen Ausgestaltung dazu beitragen kann, die Interessendivergenz dieser Gruppen weitestgehend auszugleichen.

Aufbauend auf diesen exemplarischen Kritikpunkten kann das Ziel dieser Arbeit wie folgt umrissen werden:

Erstens sollen Aktienoptionspläne dahingehend analysiert werden, ob sie als ein mögliches Anreizinstrument zur adäquaten Honorierung der langfristigen Management-Leistung geeignet sind, und damit eine Bewertung der tatsächlichen individuellen Management-Leistung der Bezugsberechtigten ermöglicht wird. Darüber hinaus wird untersucht, inwieweit dieses Vergütungsinstrument in der Lage ist, einen angemessenen Ausgleich der Interessenkonvergenzen zwischen den Begünstigten und den Anteilseignern zu erzielen.

---

[13] o. V. (2005-d-), Deutsche-Bank-Chef verteidigt Pläne, Ackermann weist die Kritik energisch zurück, in: handelsblatt.com, 10.02.2005

[14] Vgl. Fröhlich, W. (1998), Value Development durch Personalmanagement, in: Fröhlich, W. (Hrsg.), Value Development, Erfolgskonzepte und acht Praxisbeispiele, Frechen, S. 16–17

[15] Vgl. Winter, S. (1996), Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen, Wiesbaden, S. 1

Die Analyse erfolgt auf Basis eines systematischen Bewertungsrasters, welches sich in der einschlägigen Literatur wieder finden lässt.[16] Dabei sollen nicht ausschließlich rechtliche, bilanzielle und steuerliche Implikationen im Vordergrund stehen, sondern explizit die Prüfung zur Eignung als ein langfristiges Vergütungsinstrumentarium, um die tatsächliche, objektive, individuelle Management-Leistung zu intensivieren bzw. abzubilden.

Für die systematische Bewertung wurden folgende Hauptkriterien, die sich in der weiteren Untersuchung in zusätzliche Unterkriterien aufteilen, zugrunde gelegt:

- Transparenz
- Wirtschaftlichkeit
- Leistungsorientierung
- Anreizkompatibilität
- Strategische Ausrichtung

Zweitens wird auf Basis ausgewählter Bewertungskriterien aus dem Hauptteil der vorliegenden Dissertation die bei den DAX-30-Unternehmen in 2005 aufgelegten Optionsprogramme für die Zielgruppe der Vorstandsmitglieder eingehend analysiert und signifkante Kritikpunkte und mögliche Optimierungspotenitale aufgezeigt. Wesentliche Grundlage für diese Analyse bilden die veröffentlichten Daten über bestehende Optionsprogramme aus den Geschäftsberichten 2005 und Informationen aus der Fach- und Tagespresse.

Drittens wird im Rahmen einer weiteren empirischen Erhebung untersucht, welche Beteiligungsprogramme – inklusive Aktienoptionspläne differenziert nach Hierarchie-Ebene – in der Zielgruppe der DAX-30-Unternehmen praktiziert und welche Zielsetzungen mit den jeweiligen Programmen verfolgt werden. Der Fokus der Untersuchung liegt in einer deskriptiven Ergebnisdarstellung, liefert aber dennoch wichtige Rückschlüsse auf die Bedeutung der einzelnen Programme innerhalb der unternehmensspezifischen Vergütungspolitik.

[16] Vgl. dazu Kapitel 8 und 9: Die Anforderungskriterien für die Bewertung von Aktienoptionsprogrammen

1.2 Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Dissertation ist in vier Bereiche aufgeteilt. Teil A liefert einen Überblick über die grundlegenden Prinzipien des Vergütungsmanagements und beschreibt die unterschiedlichen Beteiligungsformen.

In dem Hauptteil B erfolgt eine detaillierte Beschäftigung mit der Thematik des Shareholder-Value-Gedankens und den sich aus dem Deutschen Corporate Governance Kodex abgeleiteten Konsequenzen für die Management-Vergütung. Wesentlicher Schwerpunkt dieses Kapitels ist dabei die kritische Analyse der wichtigsten Anforderungskritierien, die in der Literatur als Vorab-Bedingung für eine anreizorientierte Funktionsfähigkeit von Aktienoptionen genannt werden.

In dem empirischen Teil C erfolgt eine systematische Bewertung der Aktienoptionsprogramme der DAX-30-Unternehmen für die Zielgruppe des Vorstands. Damit wird das Ziel verfolgt, kritische Eckpunkte und Optimierungsempfehlungen aufzuzeigen. Grundlage der Analyse bildet die in Kapitel 10 vorgestellte Bewertungssystematik. Der Teil schließt mit einer empirischen Studie über die innerhalb dieses Marktsegments praktizierten Beteiligungsmodelle und die damit einhergehenden personalwirtschaftlichen Zielsetzungen. Bezugsrahmen ist hier das Jahr 2002.

Im Teil D werden die wesentlichen Ergebnisse zusammengefasst. Außerdem wird vor diesem Hintergrund versucht, einen Ausblick auf mögliche künftige Entwicklungen auf dem Gebiet der Management-Vergütung im Allgemeinen und der Aktienoptionsprogramme im Besonderen zu geben.

Der Grundlagenteil unterteilt sich in die folgenden Kapitel:

Im **zweiten Kapitel** werden die wesentlichen Eckdaten zu der Geschichte der Mitarbeiterbeteiligung in Deutschland umrissen und die zeitlichen Entwicklungsstufen im Rahmen eines Zeitstrahls skizziert.

Das **dritte Kapitel** liefert einen Überblick über die theoretischen verhaltenswissenschaftlichen Forschungsergebnisse zur Motivation im Arbeitsprozess. Neben einer Erläuterung der wesentlichen Inhalts- und

Prozesstheorien wird auf den aktuellen Wertewandel und dem daraus resultierenden Einfluss auf die Arbeitswelt und die Wirkung von Beteiligungsprogrammen eingegangen.

Im **vierten Kapitel** werden die in der betrieblichen Vergütungspolitik zum Einsatz kommenden Entgeltkomponenten beschrieben und Kriterien für eine Verteilungsgerechtigkeit vorgestellt. Hierbei wird insbesondere auf flexible und individualisierbare Formen von Vergütungselementen (Cafeteria-System) eingegangen. Des Weiteren lassen sich in der Literatur keine einheitlichen Begriffsdefinitionen für den Terminus "Mitarbeiterbeteiligungen" finden. Für ein einheitliches Verständnis dieses Terminus erfolgt eine klare begriffliche Abgrenzung der beiden wesentlichen Formen Erfolgs- und Kapitalbeteiligung.

Der Hauptteil B zur Bewertung untergliedert sich in die folgenden Kapitel:

Kapitel 5 widmet sich den unterschiedlichen Modellen von aktienkursbasierten Vergütungsprogrammen. In diesem Zusammenhang wird eine Unterscheidung zwischen echten und virtuellen aktienkursbasierten Modellen vorgenommen.

In Kapitel 6 wird der Shareholder-Value-Ansatz aus Sicht der unterschiedlichen Interessengruppen Investoren, Management und Arbeitnehmer kritisch reflektiert und mögliche Verbindungsansätze mit dem Stakeholder-und-Value-Development-Ansatz aufgezeigt. Des Weiteren soll aufgezeigt werden, dass sich eine einseitige Ausrichtung auf den Shareholder Value auch negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung, insbesondere durch die Realisierung von Restrukturierungsmaßnahmen, auswirken kann. Bei der Analyse werden sowohl sozial- und gesellschaftspolitische Aspekte als auch die jeweilige Unternehmenspolitik einbezogen – einschließlich der daraus resultierenden neuen Aufgaben des betrieblichen Personalmanagements.

Im Mittelpunkt des **Kapitels 7** stehen das Aufzeigen und die Interpretation der Anforderungen, die sich aufgrund des Deutschen Corporate Governance Kodex für die börsennotierten Unternehmen hinsichtlich der Gestaltung für die Management-Vergütung ergeben. Insbesondere wird hier auf die internationale Kritik hinsichtlich

der deutschen Unternehmensführung Bezug genommen, um anschließend die derzeitige Umsetzung des DCGK bei den DAX-30-Unternehmen kritisch zu würdigen.

In **Kapitel 8** wird ein Bewertungsraster entwickelt und vorgestellt, welches eine systematische Bewertung von Aktienoptionsprogrammen als geeignetes Instrument zur Honorierung der Manager-Leistung ermöglichen soll. Die Bewertungsstruktur setzt hierbei ihren Fokus auf die Kriterien Transparenz, Wirtschaftlichkeit, Leistungsorientierung, Anreizkompatibilität und strategische Ausrichtung.

Innerhalb des **Kapitels 9** erfolgt auf Basis der in Kapitel 8 entwickelten Bewertungsmethodik eine systematische Bewertung von Aktienoptionsprogrammen als anreizorientiertes Vergütungsinstrument. Insbesondere wird analysiert, inwieweit der Aktienkurs als geeigneter Indikator zur Bewertung der Management-Leistung eingestuft werden kann. Hierbei wird aufgezeigt, welches Instrumentarium den Angehörigen des Managements zur Verfügung steht, um den Aktienkurs, unabhängig von der eigentlichen Management-Leistung, in ihrem Sinne zu beeinflussen und so letztlich zu Lasten anderer Stakeholder zu handeln. Vor diesem Hintergrund werden Vorschläge diskutiert, inwieweit diese Beeinflussbarkeit durch geeignete Gestaltungselemente zu minimieren ist. Die Bedeutung aller verwendeten Bewertungskriterien sowie der wesentlichen Gestaltungsparameter wird anhand einer sechstufigen Bewertungsskala (sehr geringe bis hohe Bedeutung) in Matrixform dargestellt.

Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse der Bewertung und liefert einen Überblick über Gestaltungsempfehlungen zur Implementierung von Aktienoptionsplänen als ein geeignetes Vergütungsinstrument zur Honorierung der Management-Leistung.

Der empirische Bereich C der vorliegenden Arbeit enthält die Kapitel 10 und 11.

Im Rahmen von **Kapitel 10** erfolgt eine systematische Bewertung der in 2005 aufgelegten Aktienoptionsprogramme bei den DAX-30-Unternehmen auf Basis der in Kapitel 9 aufgeführten Bewertungskriterien. Dabei werden wesentliche Kritikpunkte

hinischtlich der aktuellen Ausgstaltung und Optimierungsvorschläge aufgezeigt. Des Weiteren wird der aktuelle Stand der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsgehälter, wie im Deutschen Corporate Governance Kodex verankert, untersucht und die Entwicklung der Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden im Verhältnis zur Entwicklung des Aktienkurses von 2004 auf 2005 analysiert.

Das **Kapitel 11** liefert einen detaillierten Überblick über die Ergebnisse der empirischen Erhebung zu praktizierten Beteiligungsmodellen innerhalb der DAX-30-Unternehmen aus dem Jahre 2002 differenziert nach Hierarchie-Ebenen sowie den mit der Einführung von Beteiligungsmodellen verbundenen personalwirtschaftlichen Zielsetzungen. Abbildung 1 stellt den Aufbau und Ablauf der Untersuchung dar.

Im Teil D zur Abschlussbetrachtung erfolgt in **Kapitel 12** eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der vorliegenden Arbeit.

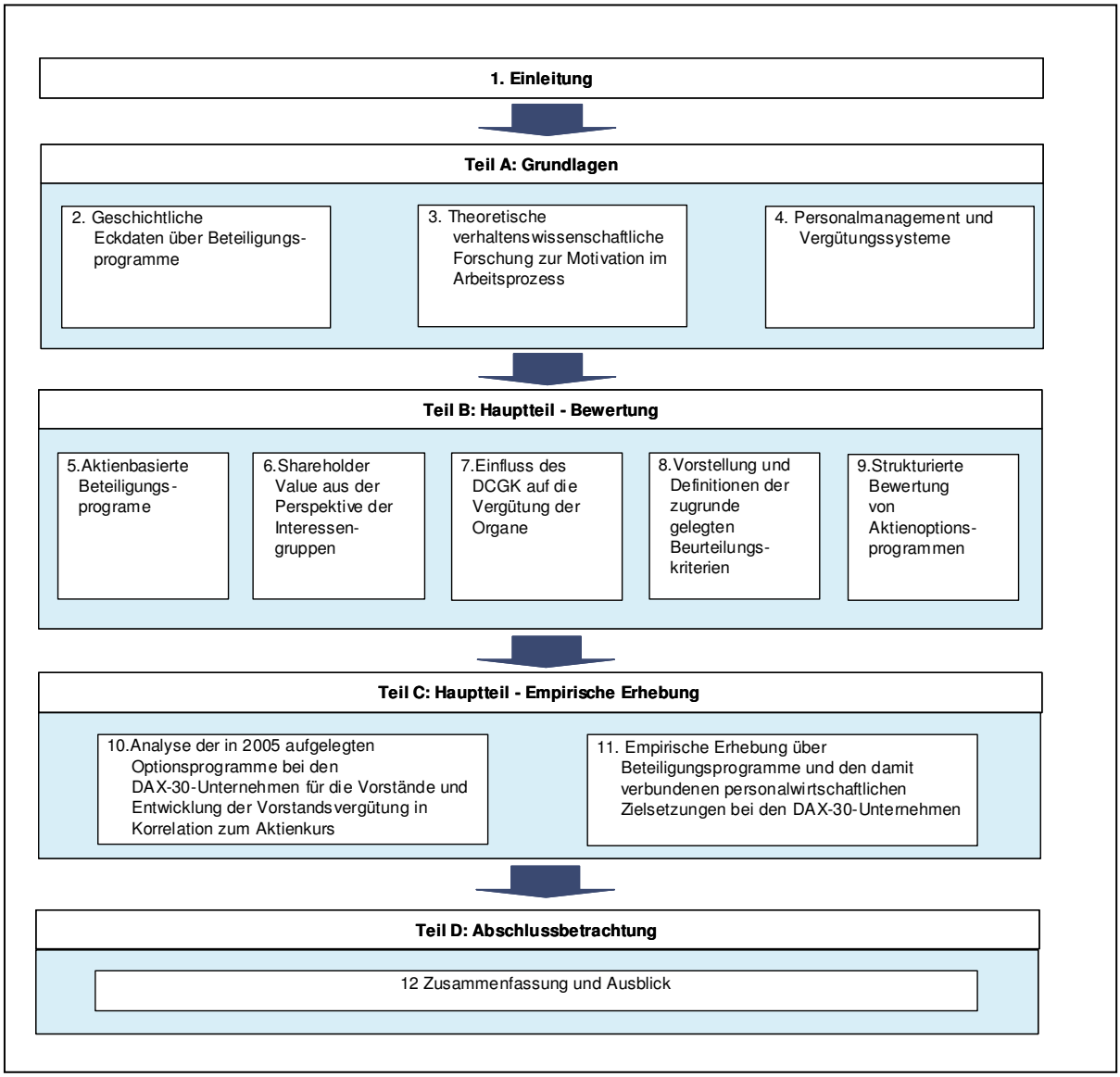


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit
Quelle: Eigene Darstellung

2 Einige Eckdaten aus der Geschichte der Mitarbeiterbeteiligung

Die Einführung von Mitarbeiterbeteiligungen in unterschiedlichen Ausprägungsformen kann im globalen Kontext auf eine lange Tradition verweisen und ist nach Hartmann (1958) „in kleinen Anfängen, so alt wie der Kapitalismus selbst“. [17]

In Europa finden solche Programme seit dem frühen 19. Jahrhundert u. a. in der Landwirtschaft statt. Dokumentiert ist die Beteiligung der landwirtschaftlichen Mitarbeiter am Gewinn auf Gut Cöthen in der Nähe von Breslau aus dem Jahre 1824.[18]

Einer der bekannteren Fälle aus der ersten Hälfte dieser Epoche ist das Beteiligungsprogramm von Johann Heinrich von Thünen, welches in dem Jahre 1847 seinen Ursprung findet.[19] Seine Mitarbeiter wurden an dem erwirtschafteten Ertrag seines Gutes beteiligt. In dieser Form finden sich auch einige erste Ansätze für eine betriebliche Altersversorgung. Die Mitarbeiter erhielten das Geld nicht in bar ausgezahlt, sondern es wurde auf ein Sparbuch übertragen und mit Vollendung des 60. Lebensjahres an die Person ausgezahlt. [20]

In der Zeit zwischen 1867 und 1874 haben fünf Aktiengesellschaften für ihre Mitarbeiter eine Aktienbeteiligung eingeführt.[21] Im weiteren Verlauf der Geschichte stieg die Anzahl von Mitarbeiterbeteiligungen in europäischen Unternehmen zunehmend an. Bis zum Jahre 1878 konnten in Deutschland 54, in der Schweiz 25, in Frankreich 17 und in Großbritannien 10 Unternehmen mit einer Beteiligung für die Belegschaft verzeichnet werden. Als Kennziffer für die Ausschüttung findet sich vor allem der Gewinn wieder.[22]

---

17 Hartmann, R. S. (1958), Die Partnerschaft von Kapital und Arbeit, Köln und Opladen, S. 25
18 Vgl. Feilchenfeld, W. (1922), Die Gewinnbeteiligung der Arbeiter und Angestellten in Deutschland, Berlin, S. 2
19 Vgl. Böhmert, V. (1879-a-), Die Gewinnbeteiligung: Untersuchungen über Arbeitslohn und Unternehmergewinn,
1. Teil, Leipzig, S. 42
20 Vgl. Böhmert, V.. (1878-b-), 2. Teil, Leipzig, S. 1ff
21 Vgl. Gaugler, E. (1981), Mannheimer Berichte aus Forschung und Lehre an der Universität Mannheim, Vermögensbildung der Arbeitnehmer, S. 532
22 Vgl. Böhmert, V. (1878), 1. Teil, Leipzig, S. VIII

Durch den ersten und zweiten Weltkrieg haben die Mitarbeiterbeteiligungen aufgrund der instabilen politischen und wirtschaftlichen Verhältnisse keine weitere nennenswerte Entwicklung erfahren. Nach der Beendigung des ersten Weltkrieges wurden in Deutschland bis zum zweiten Weltkrieg ungefähr 10 weitere Beteiligungsmodelle entwickelt und eingeführt.[23] Mit der Beendigung des zweiten Weltkrieges und den damit verbundenen schweren Zeiten für die deutsche Bevölkerung und Wirtschaft wurden bis 1950 nur vereinzelt von Unternehmen Beteiligungsprogramme eingeführt, in denen die Belegschaftsmitglieder am Unternehmenserfolg partizipieren konnten. Im Gegensatz dazu wurden in den USA in den fünfziger und sechziger Jahren zahlreiche Beteiligungsprogramme implementiert. Dabei handelte es sich vor allem um so genannte Stock Option Plans (Aktienoptionsprogramme), die vorwiegend für die Zielgruppe der Führungskräfte eingeführt wurden.[24]

Die nachfolgende Darstellung gibt einen komprimierten Überblick über die Entwicklung von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen in Deutschland von 1824 bis zur Gegenwart. Diese Darstellung erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit, weil nicht alle Beteiligungsmodelle in der Literatur dokumentiert sind. Sie zeigt aber dennoch eindeutig die rasante Entwicklung insbesondere von 1975/76 bis heute.

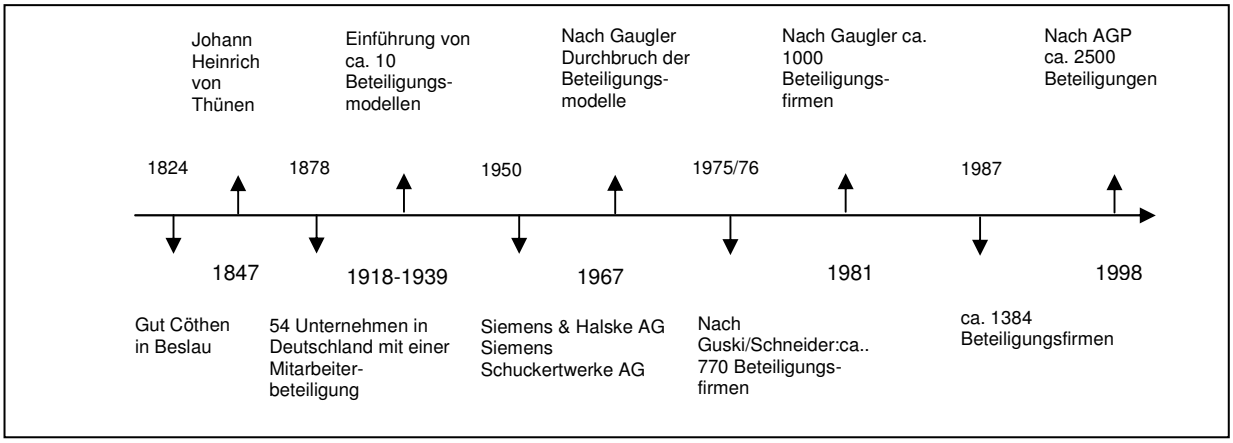


Abbildung 2: Übersicht über die zeitliche Entwicklung der Beteiligung in Deutschland
Quelle: Eigene Darstellung

Mit der zunehmenden Stabilisierung der innerdeutschen Verhältnisse wurden Beteiligungsmodelle in den frühen Nachkriegsjahren wieder thematisiert. Die

[23] Vgl. Gaugler, E. (1981), Mannheimer Berichte aus Forschung und Lehre an der Universität Mannheim, 1981, Vermögensbildung der Arbeitnehmer, S. 532

[24] Vgl. Rappaport, A. (1986), Creating Shareholder Value – The New Standard for Business Performance, S. 173

Siemens & Halske AG und die Siemens Schuckertwerke AG dürfen als Pioniere für die Einführung einer Aktienbeteiligung in diesem Zeitraum angesehen werden.[25]

Um die besonderen Leistungen ihrer Mitarbeiter finanziell zu würdigen, wurde 1950 eine so genannte „Wiederaufbauprämie“ ausgeschüttet, die anschließend nach der Wertpapierbereinigung in Siemens-Aktien umgewandelt wurde. In diesem Programm wurden ungefähr 25.000 Mitarbeiter mit einem Aktienkapital im Nennwert von 5 Mio. DM berücksichtigt.[26]

Der zeitliche Durchbruch für die Einführung weiterer Mitarbeiterbeteiligungsmodelle in Deutschland wird von Gaugler ungefähr ab 1967 determiniert.[27] Im Rahmen einer umfangreichen systematisierten Marktstudie wurden von Guski/Schneider 1975/76 ca. 770 Beteiligungsfirmen festgestellt, an denen insgesamt etwa 800.000 Mitarbeiter beteiligt waren. Dieser beteiligte Personenkreis hielt ein Kapital von 2,3 Mrd. DM.[28] Diese Beteiligungsmodelle bestanden zu 12,6 % aus indirekten Formen. Bei den direkten Beteiligungen war das Mitarbeiterdarlehen mit 31,4 % am stärksten vertreten, gefolgt von der Belegschaftsaktie mit 30,5 %, den stillen Beteiligungen mit 16,6 % und den Obligationen mit 3,1 % .[29]

In einer weiteren Studie, die von Guski/Schneider zu dieser Thematik durchgeführt wurde, hat man 1987 im Rahmen einer bundesweiten empirischen Bestandsaufnahme 1.364 Unternehmen gezählt, bei denen die Mitarbeiter mit entsprechenden Modellen am Kapital beteiligt gewesen waren.[30] Die Arbeitsgemeinschaft für Partnerschaft und Wirtschaft e. V. schätzt die Zahl der aktuellen Beteiligungsfirmen für das Jahr 1998 auf ca. 2.500. Innerhalb von 23 Jahren hat sich die Anzahl der Beteiligungsfirmen von 750 aus den Jahren 1975/76 mit 2.500 Unternehmen aus 1998 mehr als verdreifacht. Durch das Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27. April 1998 und das rapide Wachstum des Börsensegments "Neuer Markt" hat die Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung auf Aktienbasis zusätzliche starke Wachstumsimpulse

[25] Vgl. Hartmann, R. S. (1958), Die Partnerschaft von Kapital und Arbeit, Köln und Opladen, S. 282
[26] Vgl. Wielens, H. (1970), Ein modifiziertes Belegschaftsaktien-System zur Bildung von Vermögen in Arbeitnehmerhand, in: Die Aktiengesellschaft, 15 Jg., Nr. 1., S. 2–6
[27] Vgl. Gaugler, E. (1981), Mannheimer Berichte aus Forschung und Lehre an der Universität Mannheim, Vermögensbildung der Arbeitnehmer, S. 532
[28] Ebenda, S. 532
[29] Vgl. Guski, H.-G., Schneider, H. J. (1993-a-), Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland – Bestandsaufnahme 1987, in: Guski, H.-G., Schneider, H. J. (Hrsg.), Mitarbeiter-Beteiligung, MAB, Handbuch für die Praxis, Neuwied, S. 16 (1–30)
[30] Ebenda, S. 10

erhalten. Bei der Interpretation der genannten Zahlen ist zu beachten, dass sie diese Entwicklung mangels Verfügbarkeit neuerer Daten allenfalls zu einem geringen Teil berücksichtigen.

Ein Indiz dafür, dass sich diese steigende Tendenz auch künftig vermutlich fortsetzen wird, ist nicht zuletzt die entsprechende strategische Ausrichtung vieler Beratungsunternehmen. Durch die steigende Nachfrage von Unternehmen nach Beteiligungsmodellen der unterschiedlichsten Ausprägungsformen haben viele Beratungsgesellschaften in Deutschland Abteilungen mit Spezialisten aufgebaut, die sich professionell mit der ökonomischen Ausgestaltung derartiger Modelle sowie ihren steuer-, gesellschafts- und arbeitsrechtlichen Implikationen beschäftigen.

3 Überblick über die theoretische verhaltenswissenschaftliche Forschung zur Motivation im Arbeitsprozess

„Why do some people outperform others in their work? What can be done to ensure that maximum performance is achieved by every employee?“ [31]

Diese Frage befasst sich mit der Motivation und Zufriedenheit des Menschen im Arbeitsprozess. Unter Motivation werden dabei alle Vorgänge und Faktoren verstanden, die menschliches Verhalten auslösen bzw. verständlich machen. Im Mittelpunkt dieser Überlegungen steht insbesondere das Arbeitsverhalten von Arbeitnehmern in Organisationen.[32]

Die Forschung nach der Entstehung und Ausprägungsform der individuellen Motivation hat für den Wirkungskreis der monetären Anreizsysteme eine erhebliche Bedeutung. Häufig verspricht man sich von der Einführung einer Kapitalbeteiligung einen positiven Einfluss auf das Leistungsverhalten der begünstigten Belegschaftsmitglieder. Damit die Einführung solcher Modelle mit einer positiven Wirkung auf die Motivation der Mitarbeiter einhergehen kann, müssen Informationen über die wichtigsten individuellen Verhaltensgrundlagen verfügbar sein.[33]

In der einschlägigen Literatur wird kontrovers diskutiert, ob ein in erster Linie auf monetäre Leistungsanreize[34] aufbauendes Vergütungsmodell bereits eine ausreichende Basis für die Lösung personalwirtschaftlicher Probleme darstellt und quasi "automatisch" zur Steigerung der Motivation sowie Zufriedenheit der Mitarbeiter führt.[35] Entsprechende Modelle werden im Rahmen des Shareholder-Value-Ansatzes überwiegend an quantitative Zielgrößen gekoppelt. Von Skeptikern einer vorwiegend auf monetäre Anreize und quantitative Zielvorgaben ausgerichteten Mitarbeitermotivation wird allerdings auf die Beobachtung verwiesen, dass auch

---

[31] Schemerhorn, J. R. (1996), Management and Organizational Behavior Essentials, Ohio, p. 145

[32] Vgl. Ridder, H.-G., Personalwirtschaftslehre, Stuttgart, Berlin, Köln, 1999, S. 72

[33] Vgl. Klaus, H., Schneider, H.-J. (1997), Personalführung, in: Mensch und Arbeit, Arbeitsbuch für Studium und Praxis, 10. Aufl., Köln, S. 129

[34] Vgl. Locke, E. A. (1982), Employee Motivation: A Discussion; in: Journal of Contemporary Business, Vol. 11, no. 2, p. 71–81

[35] Vgl. Kupsch, P. U., Marr, R. (1991), Personalwirtschaft, in: Heinen, E. (Hrsg.), Industriebetriebswirtschaftslehre. 9., vollst. neu bearb. und erw. Aufl., Wiesbaden, S. 732

durch Wertschätzung und Aufmerksamkeit für den Mitarbeiter im Arbeitsalltag entsprechende Motivationswirkungen erzielt werden können.[36]

In jedem Fall gilt aber, dass menschliches Verhalten grundsätzlich auf gewisse Ursachen bzw. Motive zurückzuführen ist. Die motivationstheoretischen Ansätze gehen einheitlich von einem Bestreben des Menschen aus, bestimmte Bedürfnisse zu befriedigen. Entsprechende Ergebnisse aus den theoretischen Verhaltenswissenschaften und Sozialtheorien werden als Basis für eine Erklärung für das Verhalten der Menschen in der arbeitenden Organisation herangezogen.[37]

Im Folgenden wird eine knappe Darstellung jener Ansätze vorgestellt, die nach dem derzeitigen Stand der Forschung die Grundlage für eine theoretische Diskussion über die Verhaltens- bzw. Motivationslehre darstellen. In der verhaltenswissenschaftlichen Personalwirtschaftslehre wird zwischen den Inhalts- und Prozesstheorien unterschieden.

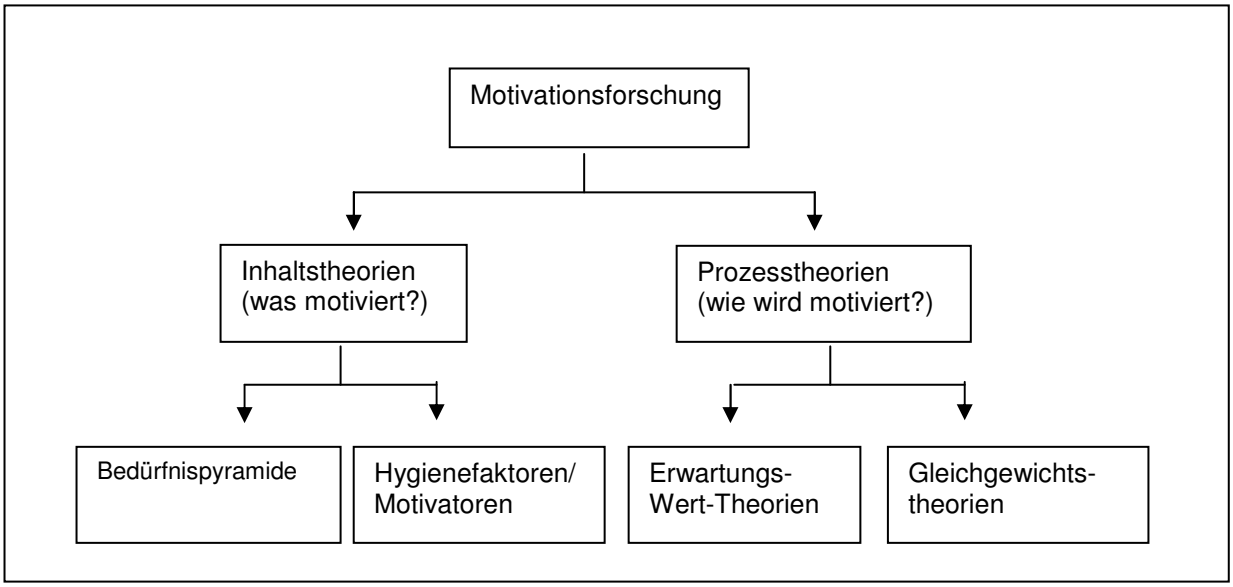


Abbildung 3: Übersicht über ausgewählte Theorien zur Motivationsforschung
Quelle: Ridder, Hans-Gerd (1999), Personalwirtschaftlehre, S. 73

Die **Inhaltstheorien** verfolgen die Zielsetzung, die Bedürfnisse bzw. Faktoren, die die Motivation der Menschen zu einem bestimmten Verhalten führen, zu

[36] Vgl. Fröhlich, W. (1998), Value Development durch Personalmanagement, in: Fröhlich, W. (Hrsg.), Value Development, Erfolgskonzepte und acht Praxisbeispiele, Frechen, S. 17

[37] Vgl. Ridder, H.-G. (1999), Personalwirtschaftlehre, Stuttgart, Berlin, Köln, S. 69; vgl. Collins, J. (2005), Der Weg zu den Besten, Die sieben Management-Prinzipien für dauerhaften Unternehmenserfolg, München; vgl.

konkretisieren. Zu diesen Bedürfnissen gehören zum Beispiel das Bedürfnis nach Anerkennung und gerechter Entlohnung. Zu den bekanntesten Konzepten zählen die Maslowsche Bedürfnispyramide, die ERG-Theorie von Alderfer und die Zwei-Faktoren-Theorie von Herzberg.[38]

Im Gegensatz dazu beschäftigt sich die Prozesstheorie mit dem Ablauf des Motivationsgeschehens, das ein bestimmtes Verhalten erzeugt. Es wird der Prozess der Entstehung, Ausrichtung und Stärke von Motivation individueller Verhaltensweisen untersucht.[39] Zu dieser Gruppe zählen insbesondere die Erwartungstheorie von Vroom und die Anreiz-Beitrags- sowie die Gleichheitstheorie.[40]

3.1 Inhaltstheorien

3.1.1 Maslowsche Theorie der Bedürfnishierarchie

Im Jahre 1954 veröffentlicht der Psychologe Abraham Maslow seine Theorie der Bedürfnishierarchie. Seine Theorie besagt, dass das menschliche Handeln von fünf Gruppen von Grundbedürfnissen geprägt ist. Dies sind

- Physiologische Existenz
- Sicherheit
- Zugehörigkeit
- Anerkennung
- Selbstverwirklichung

Maslows Theorie zufolge muss zunächst immer ein Bedürfnis der unteren Gruppe befriedigt werden, bevor ein höher stehendes Bedürfnis aktiviert werden kann. Der

---

Cooleman, J. S. (1991), Grundlagen der Sozialtheorie, Bd.1, Handlungen und Handlungssysteme, Bd. 1, München

[38] Vgl. Staehle, W. H. (1994), Management. Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 7. Aufl., München, S. 206 ff

[39] Ebenda; vgl. Schemerhorn, J. (1996), „Proccess theories try to help managers understand how people give meaning to rewards and the work opportunities available to achieve them." Management and Organizational Behavior Essentials, Ohio, p. 146

[40] Vgl. Schneider, H.-J. (1992), Mensch und Arbeit: Taschenbuch für die Personalpraxis, 9. Aufl. Köln, S. 203; vgl. von Rosenstiehl, L. (1992), Grundlagen der Organisationspsychologie, 3., überarbeitete u. erg. Aufl., Stuttgart, S. 218

Autor geht ebenfalls davon aus, dass Selbstverwirklichung nur bei psychischer und physischer Gesundheit erreicht werden kann.[41]

Für aktuelle personalwirtschaftliche Fragestellungen, hier insbesondere strategische Anreizsysteme für Führungskräfte sowie Motivation und Zufriedenheit des Mitarbeiters, ist diese Theorie von untergeordneter Bedeutung. Das individuelle Anspruchsniveau ist bei den Menschen unterschiedlich ausgeprägt und abhängig von der psychischen Entwicklung der Persönlichkeit. Auch gibt es keine ausreichenden empirischen Untersuchungen, die diese Theorien von Maslow bestätigen.

Skeptisch beurteilt worden ist an dieser Theorie auch die Auffassung, das Bedürfnis nach Selbstverwirklichung gewinne für einen Menschen erst dann nennenswerte Bedeutung, wenn die elementaren Bedürfnisse ausreichend befriedigt worden seien. Gegen diese Auffassung sprechen eine Vielzahl individueller Beispiele, in denen Personen (z. B. Mahatma Gandhi, Dietrich Bonhoeffer) selbst elementare physiologische Bedürfnisse ihren weltanschaulichen oder humanitären Idealvorstellungen untergeordnet haben. Im Bereich der betrieblichen Personalwirtschaft würde Maslows Theorie implizieren, dass die Befriedigung materieller Bedürfnisse für die individuelle Arbeitszufriedenheit bei Angehörigen niedrigerer Hierarchiestufen einen höheren Stellenwert besitze als bei Führungskräften. Auch diese Hypothese lässt sich anhand von Erfahrungswerten alles andere als durchgängig belegen.[42]

3.1.2 Die Motivation-Maintenance-Theory von Herzberg (Zwei-Faktoren-Theorie)

Eine weitere der bekannten Inhaltstheorien ist die von Herzberg[43] im Jahre 1959 veröffentlichte Zwei-Faktoren-Theorie, die sich im Gegensatz zu Maslow mit den Faktoren beschäftigt, welche für das Auslösen der Arbeitszufriedenheit bzw. Arbeitsunzufriedenheit verantwortlich sind.[44] Herzberg unterteilt die Motivationsfaktoren dabei in zwei Kategorien, den so genannten

- Hygienefaktoren („Dissatisfiers“)

[41] Vgl. Bisani, F. (1985), Personalführung, 3. Aufl., Wiesbaden, S. 77
[42] Vgl. Ridder, H.-G. (1999), Personalwirtschaftslehre, Stuttgart, Berlin, Köln, S. 418
[43] Vgl. Herzberg, F. (1966), Work and Nature of Man, New York

- und Motivatoren („Satisfiers“)

Unter Hygienefaktoren fasst Herzberg alle Faktoren zusammen, die sich z. B. mit der Entlohnung, Führung und den Arbeitsbedingungen beschäftigen. Die Motivatoren hingegen beschäftigen sich u. a. direkt mit der Leistung, Anerkennung und den Arbeitsinhalten.

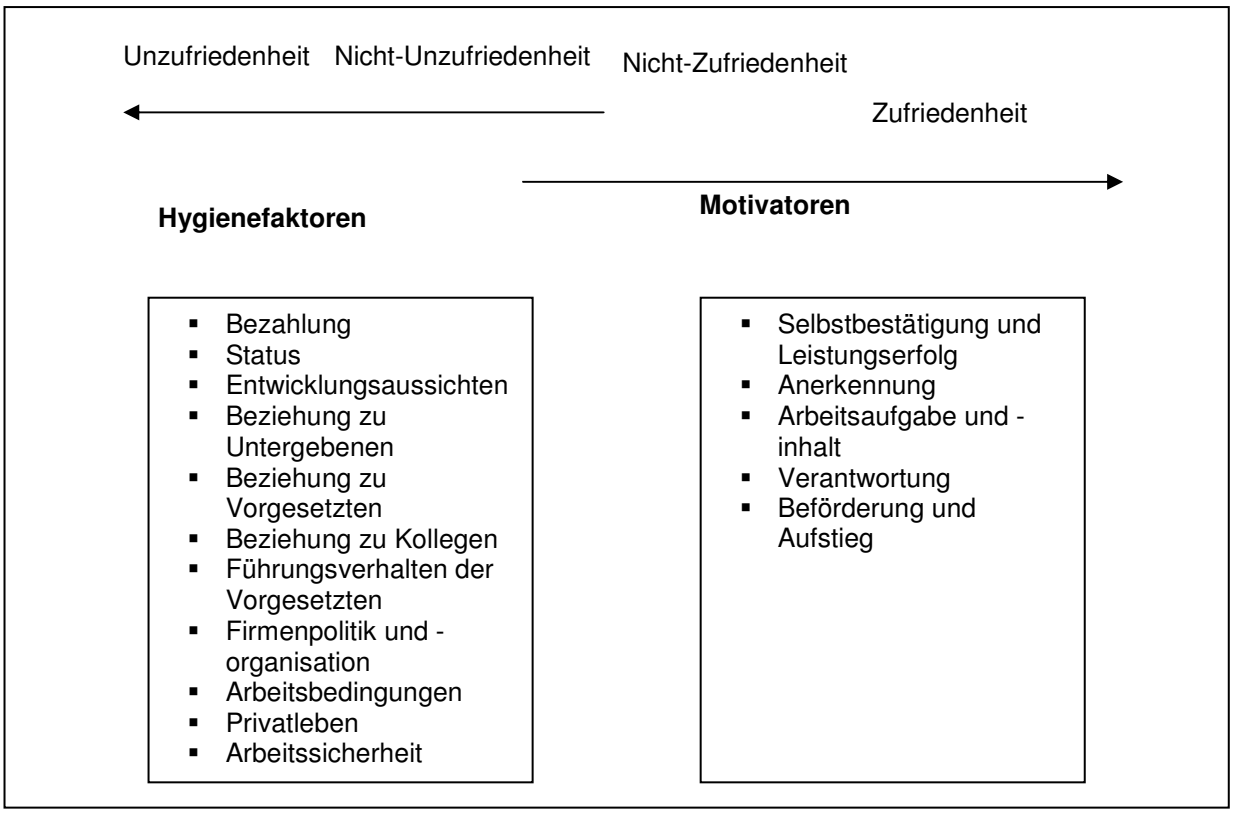


Abbildung 4: Übersicht über Hygienefaktoren und Motivatoren
Quelle: Jung, Hans (1997), Personalwirtschaft, 2., durchgesehene Aufl., München, S. 384

Diese Differenzierung ist insofern von signifikanter Bedeutung für die monetäre Anreizgestaltung für Mitarbeiter, weil die Kernaussage der letztgenannten Theorie lautet, dass die Motivatoren Arbeitszufriedenheit erzeugen und damit zu einer höheren Leistung motivieren. Im Gegensatz dazu führen die Hygienefaktoren nicht zu einer höheren Zufriedenheit, sondern ihre Erfüllung erzeugt lediglich eine Verringerung oder ein Verschwinden der Unzufriedenheit.[45]

Aus dieser These könnte die Schlussfolgerung gezogen werden, dass Mitarbeiter dann zu einer höheren Leistung motiviert werden können, wenn sie mit der

[44] Vgl. Herzberg, F., Mausner, B., Snyderman, B. (1959), The Motivation to Work, New York
[45] Vgl. Ridder, H.-G. (1999), Personalwirtschaftlehre, Stuttgart, Berlin, Köln, S. 74; vgl. Jung, H. (1997), Personalwirtschaft, 2., durchgesehene Aufl., München, S. 382

inhaltlichen Ausgestaltung ihrer Tätigkeit zufrieden sind. Die Einführung eines monetären Anreizsystems wäre dann allenfalls eine notwendige, keinesfalls aber eine hinreichende Bedingung für hohe Arbeitsmotivation. Aufbauend auf diesen Erkenntnissen hat Herzberg vorgeschlagen, das Aufgaben- und Arbeitsspektrum des Individuums mit interessanten Tätigkeiten anzureichern.

Ein wissenschaftlicher, empirisch belegbarer Beweis für die von Herzberg aufgestellte Theorie liegt nicht vor. In erster Linie wird an ihr bemängelt, dass die vorgenommene Differenzierung zwischen Hygienefaktoren und Motivatoren ausschließlich mithilfe der Befragungsmethode stattgefunden hat. Die Anwendung anderer Methoden hat nicht zu einem gleichen Ergebnis geführt.[46]

Es wird auch kritisiert, dass die Ergebnisse keinen repräsentativen Charakter besitzen, weil bei dieser Untersuchung lediglich die Berufsgruppen der Ingenieure und Büroangestellten herangezogen wurden.[47] Darüber hinaus ist die von Herzberg publizierte Auffassung, dass Mitarbeiter der niedrigeren Hierarchiestufe auf Defizite im Hygienebereich stärker reagieren als Personen der höheren Hierarchie-Ebenen, ebenfalls mit einer gewissen Kritik zu betrachten.[48] Dieses würde bedeuten, dass Personen der unteren Ebenen nur durch äußere Anreize, vor allen Dingen leistungsbezogene Entgelte, zu motivieren sind. Die Praxis zeigt aber, dass durch solche Motivierungsmaßnahmen den arbeitenden Menschen häufig die Motivation verloren geht, wenn diese nur auf monetäre Belohnung abgestellt und nicht sinnvoll mit anderen Personalinstrumenten verknüpft wird.[49]

Trotz dieser Kritikpunkte hat die von Herzberg entwickelte Theorie einen wichtigen Einfluss auf die Führungslehre entfaltet.[50]

---

[46] Vgl. Jung, H. (1997), Personalwirtschaft, 2., durchgesehene Aufl., München, S. 385
[47] Ebenda
[48] Vgl. Richter, M. (1999), Personalführung: Grundlagen und betriebliche Praxis, 4., erw. und überarb. Aufl., Stuttgart, S. 169
[49] Vgl. Sprenger, R. K. (1992), Mythos Motivation: Wege aus einer Sackgasse, 3. Aufl., Frankfurt/Main, New York; vgl. Fröhlich, W. (1990), Personalwirtschaft 11/90, 17 Jg., Vorwort, S. 3
[50] Vgl. Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der Universität Basel (1996), Leistungsorientierte Vergütungssysteme in Banken, Basel, S. 18

3.2 Prozesstheorien

Das Erwartungs-Wert-Modell

Im Folgenden sollen die theoretischen Überlegungen der Prozesstheorien als Grundlage herangezogen werden, um die psychologischen Verhaltensvorgänge bei den Mitarbeitern zu erklären, die als berechtigte Zielgruppe bei der Einführung einer Mitarbeiterbeteiligung betroffen sind. Auf eine eingehende theoretische Erläuterung der in der Literatur diskutierten Modelle wird an dieser Stelle verzichtet und auf die einschlägig bekannte Literatur verwiesen.[51] Als Grundlage für die weiteren Ausführungen wird die von Vroom[52] entwickelte VIE-Theorie skizziert. Im Mittelpunkt dieser Theorie stehen die Begriffe der **Valenz**, **Instrumentalität** und **Erwartung.**

Unter *Valenz* versteht man die individuelle Einstellung einer Person gegenüber den Ergebnissen einer Handlung. Dabei beschreibt diese die individuell empfundene Stärke eines Anreizes, die von einem vorher festgelegten Ziel ausgeht, sowie das Ausmaß der Attraktivität des Ergebnisses. Bei den Ergebnissen werden zwei Ebenen unterschieden. Die erste Ebene beschreibt die Art der Belohnung, die für ein bestimmtes Verhalten gewährt wird, wie z. B. Anreize in Form einer Prämie. Die zweite Ebene beschäftigt sich mit den Motiven und Zielen, die ein Individuum anstrebt, um z. B. in eine höhere Position aufzusteigen.[53]

Die *Instrumentalität* steht für die Erwartung, dass durch ein bestimmtes Verhalten ein Ergebnis I erreicht wird, um anschließend das gewünschte Ziel, hier Ergebnis II, zu erreichen.

---

[51] Vgl. Long, R. J. (1978), The Effects of Employee Ownership on Organizational Identification, Employee Job Attitudes, and Organizational Performance: A Tentative Framework on Empirical Findings, in: Human Relations, vol. 31. 1978-a-a, no.1, p. 29–48; vgl. Hub, H. (1982), Unternehmensführung, Wiesbaden, S. 66; vgl. Staehle, W. H.(1989), Management, Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 4. Aufl., München, S. 214

[52] Vgl. Vroom, V. H. (1964), Work and Motivation, New York

[53] Vgl. Richter, M. (1999), Personalführung: Grundlagen und betriebliche Praxis, 4., erw. und überarb. Aufl., Stuttgart, S. 169; vgl. Wagner, D., Grawert, A. (1989), Motivationstheoretische Aspekte der Individualisierung von Anreizsystemen, in: Drumm, H. J. (Hrsg.), Individualierung der Personalwirtschaft. Grundlagen, Leistungsansätze und Grenzen, Berlin und Stuttgart, S. 103

Der dritte Schlüsselbegriff ist die *Erwartung* des Mitarbeiters, dass er mit seinen individuellen Anstrengungen ein bestimmtes Ergebnis erreichen kann, welches dann anschließend zu der gewünschten Belohnung führt.[54]

Dass die oben skizzierten Ansätze dieses theoretischen Modells für die betriebliche Beteiligungspraxis eine gewisse Bedeutung besitzen, belegt die Tatsache, dass die Erwartungs-Wert-Theorie weitgehend als empirisch bewiesen und getestet gilt.[55]

Die Attraktivität und der Erfolg einer Mitarbeiterbeteiligung aus der Sicht eines Begünstigten hängt damit entscheidend von der betriebswirtschaftlichen Ausgestaltung auf Basis der oben beschriebenen individuellen Motivationsfaktoren und Ziele der berechtigten Personen ab. Es empfiehlt sich, die Programme so zu gestalten, dass durch angemessene zusätzliche Leistungsanstrengungen die Berechtigten auch eine realistische Chance erhalten, in den Genuss des Erfolges zu kommen, um damit anschließend ihre individuellen Ziele zu befriedigen. Ein Leistungsverhalten des Mitarbeiters kommt erst dann zustande, wenn der Mitarbeiter es für wahrscheinlich hält, eine bestimme Arbeitsleistung erbringen zu können und dieses dann zu einem gewünschten Ziel – wie z. B. eine Gehaltserhöhung – führt.[56]

3.3 Wertewandel und der Einfluss auf die Arbeitswelt

Neben den oben skizzierten Motivationstheorien gewinnt die Diskussion um den Begriff Wertewandel[57] seit den siebziger Jahren an Bedeutung, da sich insbesondere die Haltung der Erwerbstätigen gegenüber Arbeit und Beruf in den vergangenen Jahrzehnten verändert hat.[58] Dieser Prozess hat sich für die erwerbstätigen Menschen bzw. Gruppen nicht einheitlich vollzogen. Insbesondere zwischen der älteren Generation, den 50- bis 60-Jährigen, und der Nachwuchsgeneration, den 25-

---

54 Vgl. Richter, M. (1999), Personalführung: Grundlagen und betriebliche Praxis, 4., erw. und überarb. Aufl., Stuttgart, S. 169

55 Vgl. Schanz, G. (1985), Mitarbeiterbeteiligung: Grundlagen – Befunde – Modelle, München, S. 95

56 Vgl. Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der Universität Basel (1996), Leistungsorientierte Vergütungssysteme in Banken, Basel, S. 18

57 Neben einer Reihe anderer Autoren hat sich Ronald Inglehart intensiv mit dem Begriff des Wertewandels und den sich daraus resultierenden Auswirkungen befasst. Vgl. dazu: The Silent Revolution (1977), Changing and Political Styles Among Western Publices. Princeton University Press, Cultural Change (1989-a-): Wertewandel in der westlichen Welt, Princeton University

58 Vgl. Fürstenberg, F. (1993), Veränderte Arbeits- und Leistungseinstellungen und arbeitspollitische Gestaltungssätze, in: Zeitschrift für Arbeitswissenschaft, 4/1993, S. 193–197

bis 35-Jährigen, gibt es hinsichtlich der Erwartungen, Ziele und Werte erhebliche Unterschiede.[59]

Aus dem Extrakt zahlreicher Untersuchungen[60] werden zwei Tendenzen deutlich, die einen Einfluss auf den Wertwandel innerhalb der Arbeitswelt geltend machen. Dazu zählt die zunehmende Distanzierung von einer Erwerbstätigkeit in der die Arbeitsinhalte den wichtigsten Lebensinhalt darstellen. An dieser Stelle einer weitgehenden persönlichen Identifikation mit der Erwerbstätigkeit tritt eine verstärkte Zuwendung zu den Bereichen Freizeit und Privatleben als Quelle der persönlichen Selbstentfaltung. Die zweite Tendenz hat einen wichtigen Einfluss auf die mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen verfolgten Zielsetzungen. Materielle Gratifikationen und Karrieremöglichkeiten als isolierte Fixierung für mehr Produktivität verlieren an Bedeutung. Zunehmend an Gewicht gewinnen Motivationsfaktoren für persönliche Entfaltung, Wertschätzung der geleisteten Arbeit und Mitbestimmung am Arbeitsplatz.[61] Es ist also nicht das Entgelt allein, welches den Menschen zu einer höheren Leistungsbereitschaft motiviert. Selbstverständlich sind diese Tendenzen nicht als bewiesene einseitige Kurvenverschiebung der Interessen der Erwerbstätigen zu verstehen. Vielmehr wird der Versuch unternommen, den seit Jahrzehnten stattfindenden Wertewandel zu interpretieren und die daraus gewonnenen Erkenntnisse für eine effektive Personalarbeit umzusetzen. In diesem Zusammenhang gibt es keine Stereotypen, die nur durch das Streben nach Selbstentfaltungswerten oder materiellen Werten charakterisiert sind.[62] Die Mehrheit der Beschäftigten verfolgt ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen Arbeit und Freizeit, das vielfach auch mit Gleichgewichtsethik bezeichnet wird.[63]

Festzuhalten ist jedoch, dass durch persönliche Wertschätzung und Entwicklung einer unternehmensspezifischen Wertekultur dem Menschen ein entsprechendes Arbeitsfeld geschaffen werden sollte, in dem er sich nach seinen Fähigkeiten und Neigungen entfalten kann. Mitarbeiterführung und -entwicklung im Sinne des "**Value-**

---

[59] Vgl. Weinert, A. (1989), Leistungsmotivation und Arbeitszufriedenheit, in: Öffentliche Verwaltung im Umbruch: Neue Anforderungen an Führung und Arbeitsmotivation; ein Symposium der Bertelsmann Stiftung am 7. und 8. September 1989 in Gütersloh

[60] Vgl. dazu Oppolzer, A. (1994), Wertewandel und Arbeitswelt, in: Gewerkschaftliches Monatsheft, Heft 6, S. 349–357

[61] Vgl. von Rosenstiel, L. (1993), Wandel in der Einstellung zur Arbeit. Haben sich die Menschen oder hat sich die Arbeit verändert, Stuttgart, S. 17–27

[62] Vgl. Inglehart, R. (1989-b-), The Silent Revolution in Europe: Intergenerational Change in Post-Industrial Societies; in: American Political Science Review, vol. 65, p. 991–1017

[63] Vgl. Voß, G.-G. (1991), Lebensführung als Arbeit, Stuttgart

Delevopment"[64]-Ansatzes ist mehr als nur die Einführung eines monetären Beteiligungsmodells.

Die Einführung von Beteiligungsmodellen spielt dabei selbstverständlich eine elementare Rolle. Welcher Arbeitnehmer freut sich nicht „über ein paarEuros mehr im Portmonee“, um z. B. eine lang ersehnte Reise zu finanzieren oder seinen Kindern einen Wunsch zu erfüllen. Wichtig ist dabei, dass diese Modelle sinnvoll mit den anderen Instrumenten der Personalwirtschaft abgestimmt werden, um eine höchstmögliche Identifikation mit den Unternehmenszielen und eine weitgehende Mitarbeiterzufriedenheit zu erzielen.

3.4 Fazit zu Motivationstheorien

Die von Maslow und Herzberg entwickelten Motivationstheorien haben – gerade zu ihrer Zeit – einen wichtigen Beitrag dabei geleistet, die Verhaltensweisen von Menschen wissenschaftlich zu analysieren. Darüber hinaus dienten sie als wesentlicher Treiber für die Weiterentwicklung und Diskussion weiterer Verhaltensmodelle. Gleiches gilt auch für die weiterentwickelten Modelle der Prozesstheorien.

Ungeachtet dieser „Pionierarbeit“ dürfen die publizierten Ergebnisse aber nicht kritiklos und undifferenziert hingenommen werden. Insbesondere die Inhaltstheorien gehen davon aus, dass die Art der individuellen Bedürfnisbefriedigung in Korrelation zur Positionierung des Mitarbeiters innerhalb der betrieblichen Hierarchie steht. Sie implizieren, dass Menschen der unteren Hierarchie-Ebenen eher nach monetären Anreizen streben, während Führungskräfte verstärkt eine Selbstverwirklichung innerhalb ihrer Tätigkeit verfolgen. Auf eine notwendige individuelle Differenzierung zwischen den unterschiedlichen Bedürfnissen innerhalb einer Hierarchie-Ebene wird weitgehend verzichtet.

Erfahrungswerte aus der Praxis legen den Schluss nahe, dass mit dieser These einer großen Zahl von Arbeitnehmern der unteren Ebenen unrecht getan wird. Die besagte Sichtweise impliziert, dass der „Durchschnittsarbeitnehmer“ vor allem mit Druck und Geld zu einer höheren Leistung angespornt werden kann, um seine Bedürfnisse zu befriedigen. Individuelle Unterschiede zwischen Menschen werden

[64] Vgl. Fröhlich, W. (Hrsg.) (1998), Value Development, Personalarbeit der Zukunft, Frechen

dabei weitgehend außer Acht gelassen. Vielfältige Beispiele aus der Beratungspraxis belegen darüber hinaus, dass es in diesem Zusammenhang wichtig ist, Arbeitnehmervertreter frühzeitig in den Prozess der Gestaltung einer Mitarbeiterbeteiligung einzubinden, um bei der Implementierung einen hohen Grad an Akzeptanz zu erzielen und die damit verbundenen unternehmensspezifischen Zielsetzungen zu erreichen.

Die Diskussion um den Begriff "Wertewandel" verdeutlicht noch einmal die Verschiebung der Interessenlagen der Erwerbstätigen zu mehr Selbstentfaltung und Mitbestimmung am Arbeitsplatz und in der Freizeit. Es ist also nicht nur die "finanzielle Belohnung", die von dem Mitarbeiter geschätzt und mit Recht eingefordert wird, sondern auch die persönliche Wertschätzung der geleisteten Arbeit durch den Vorgesetzten bzw. den Arbeitgeber. In diesem Zusammenhang kommt der Personalpolitik eine signifikante Bedeutung zu, um diesen Prozess des Wandels effektiv zum Nutzen des Unternehmens und des Mitarbeiters wertorientiert einzusetzen. Bei diesem Prozess sind sicherlich betriebliche und umweltbezogene Rahmenbedingungen zu beachten, die ein "optimales Austarieren" der beiden Interessenlagen zum Nutzen aller Beteiligten nicht immer möglich machen. Es zeigt sich aber deutlich, dass die Personalarbeit eine Schlüsselrolle bei diesem Prozess einnimmt. Sie sollte sich von einem "Administrator" zu einem "Dienstleister" entwickeln, um sich gleichzeitig verstärkt um die vernachlässigte Ressource Mensch mit seinen Zielsetzungen und Werten zu kümmern. Der Mensch ist dann zu einer herausragenden Mitarbeiterleistung bereit, wenn er für sich einen erhöhten Nutzwert erkennen kann.[65] Dieser Nutzwert kann im Rahmen der Wertediskussion mit dem Fokus auf einzelne Mitarbeitergruppen unterschiedliche Ausprägungen aufweisen.

„Der Wert eines Unternehmens kann sich nur dort langfristig erhöhen, wo es gelingt, den Nutzen aller Bezugsgruppen nachhaltig zu vermehren.“[66]

[65] Vgl. Scholz, C. (Hrsg.) (1997), Individualisierung als Paradigma, Stuttgart, S. 161 ff

[66] Lange, H. (1998), Vorstandsmitglied der Deutschen Lufthansa AG, in: Fröhlich, W., Value Development, Personalarbeit der Zukunft, Frechen, im Geleitwort

4 Personalmanagement und Vergütungssysteme

Die Ausgestaltung und Implementierung einer Mitarbeiterbeteiligung (MAB) ist eine komplexe Aufgabe und Herausforderung für die operative sowie strategische Personalarbeit. Damit die gewünschten Zielsetzungen auch tatsächlich erreicht werden, ist sie nicht als eine isolierte Maßnahme innerhalb der betrieblichen Entgeltgestaltung anzusehen. Damit sie unternehmenspolitisch ihre gewünschte Wirkung erzielt, ist sie eng mit der Unternehmensstrategie und Unternehmensorganisation abzustimmen.[67] Darüber hinaus ist es von besonderer Bedeutung, sie als integralen Bestandteil effektiv in das Gehaltsmanagement und die Kultur des Unternehmens zu integrieren.

An dieser Stelle sei die besondere Bedeutung der Personalmanagementfunktion[68] als Basis für die erfolgreiche Umsetzung der MAB innerhalb der Organisation erwähnt. Sie hat die schwierige Aufgabe, die Personalentlohnung sinnvoll mit den anderen Teilfunktionen des Personalmanagements zu verknüpfen, um die gewünschten Zielsetzungen in für das Unternehmen optimalem Maße zu generieren. Dazu zählen zum Beispiel

- Definition der Zielsetzungen
- Ausgestaltung (grob)
- Benchmarking
- Ausgestaltung (Feinabstimmung)
- Entwicklung der Kommunikationsstrategie
- sowie des Beurteilungsverfahrens
- die Gewinnung der Akzeptanz bei den Mitarbeitern und
- Einbindung des Betriebsrats bzw. des Sprecherausschusses[69]

[67] Vgl. Lehmann, D. (1995), Vergütung der Zukunft, in: DGFP (Hrsg.), Neue Wege der Vergütung, Fallstudien und Werkstattberichte, Wirtschaftsverlag Bachem, Köln, S. 9

[68] Vgl. Fröhlich, W., Böcker S., Müller, F. (1998), Verknüpfung von Personalmanagementfunktionen, in: Value Development, Erfolgskonzepte und acht Praxisbeispiele, Fröhlich, W. (Hrsg.), Frechen, S. 37

[69] Vgl. Grewe, A. (2000), Implementierung neuer Anreizsysteme, Grundlagen, Konzept und Gestaltungsempfehlungen, München, S. 55

Aus der Vielzahl der personalwirtschaftlichen Teilfunktionen seien an dieser Stelle exemplarisch die Personalgewinnung, die Personalbeurteilung, die Personalhonorierung und die Personalentwicklung genannt.[70]

Diese einzelnen Funktionen haben einen maßgeblichen Einfluss auf die Gestaltung des unternehmensspezifischen Vergütungssystems. Die Personalgewinnung für ausgewählte Fach- und Führungspositionen wird z. B. nur dann ihren gewünschten Erfolg erzielen, wenn dieser Zielgruppe neben anderen wichtigen Aspekten wie berufliche Weiterentwicklung und Arbeitsklima ein attraktives Vergütungssystem angeboten wird. Angesichts der hohen Attraktivität aktiengestützter Vergütungs- und Beteiligungsmodelle für diesen Personenkreis ist absehbar, dass Unternehmen, die keine derartigen Beteiligungsmodelle vorhalten, zunehmend Schwierigkeiten bei der Rekrutierung von international mobilen Fach- und Führungskräften haben werden.[71] Relativiert wird diese Aussage jedoch dadurch, dass die Attraktivität von Aktienoptionen aufgrund der zum Teil massiven Kurseinbrüche mittlerweile differenzierter und realistischer beurteilt wird als etwa Mitte der neunziger Jahre:

"Mit dem Einbruch am Neuen Markt haben Aktienoptionen für viele ihren Reiz verloren. Die Unternehmen überdenken ihre Vergütungsmodelle."[72]

Eine Gehaltsstruktur mit höheren fixen Gehaltsbestandteilen oder kurzfristigen auf betriebswirtschaftlichen Erfolgskennziffern basierenden cashorientierten Beteiligungsprogrammen dürfte aufgrund der aktuellen Situation zunehmend an Bedeutung gewinnen. In diesem Kontext ist der Aktienkurs als Bezugsgröße für eine finanzielle Belohnung der Management-Leistung ohnehin kritisch zu hinterfragen (siehe dazu auch Kapitel 9), wenn es um die direkte Beeinflussbarkeit dieser Kenngröße durch das Management geht. Beteiligungsprogramme, die sich dadurch auszeichnen, dass die vorgegebenen Zielgrößen in höherem Maße als der Aktienkurs durch die Qualität der Management-Leistung beeinflussbar sind, weisen in diesem Punkt gegenüber Aktienoptionsplänen oder vergleichbaren Programmen Vorteile auf.

---

[70] Vgl. Hilb, M. (2005), Integriertes Personal-Management, Ziele – Strategien – Instrumente, 14. aktualisierte Aufl., München, S. 15

[71] Gespräch mit Herrn Patrick Schwarz-Schütte, Vorstandsmitglied der Schwarz Pharma AG, anlässlich des 52.. Deutschen Betriebswirtschafter–Tages der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V., Unternehmenssteuerung und Anreizsystem, Berlin, 28.–29. September 1998

[72] Schweickhardt, W. (2001), ERFOLG Vergütung, in: Wirtschaftswoche, Nr. 4, 18.01.2001, S. 114

Da die Mitarbeiterbeteiligung ein wichtiger integraler Baustein innerhalb des ganzheitlichen Gehaltsmanagements darstellt und aus diesem Grund nicht isoliert zu betrachten ist, wird in diesem Kapitel kurz auf das Vergütungsmanagement mit seinen wesentlichen Bestandteilen eingegangen. Damit die personalwirtschaftlichen Zielsetzungen einer Mitarbeiterbeteiligung realisiert bzw. gefördert werden, ist ein professionelles und strukturiertes Engeltdesign notwendig.

4.1 Grundlagen und Komponenten der Gesamtvergütung

Bei der Gestaltung einer Gesamtvergütungskonzeption ist es von besonderer Bedeutung, eine interne Verteilungsgerechtigkeit bei den Mitarbeitern zu erzielen. Die Zielsetzung besteht darin, den Mitarbeitern mit geeigneten Maßnahmen wie z. B. mit transparenten Gehaltsstrukturen und der dazu gehörigen Kommunikation zu vermitteln, dass sie entsprechend ihrer Qualifikation und ihrem Betrag zum Unternehmenserfolg entlohnt werden.[73] Unter Berücksichtigung der internen und externen Rahmenbedingungen nehmen folgende Kriterien für die Verteilungsgerechtigkeit eine wichtige Funktion ein:

- Anforderungsgerechtigkeit
- Leistungsgerechtigkeit und
- Sozialgerechtigkeit[74]

Hilb (2005) spricht in diesem Zusammenhang auch von dem „magischen Dreieck der Verteilungsgerechtigkeit". „Dieses Konzept bezweckt, die Honorierung der Mitarbeiter

- auf die Unternehmensvision auszurichten,
- mit den anderen zentralen Personalmanagementkonzepten wie Gewinnung, Beurteilung und Entwicklung durch ein visionsgerechtes Funktionsbewertungsprogramm zu integrieren und
- einer periodischen Erfolgsevaluation aus Sicht der verschiedenen Anspruchsgruppen des Unternehmens zu unterziehen."[75]

---

[73] Nagel, K., Schlegtendal, G. (1998), Flexible Entgeltsysteme: fair entlohnen – besser motivieren, Landsberg/Lech, S. 50

[74] Vgl. Hilb, M. (2005), Integriertes Personal-Management, Ziele – Strategien – Instrumente, 14. aktualisierte Aufl., S. 98; vgl. Kappel, H./Uschatz, P. (1992), Variable Kaderentlöhnung: Erfolg und Leistung honorieren, Zürich, S. 69

[75] Hilb, M. (2005), Integriertes Personal-Management, Ziele – Strategien – Instrumente, 14. aktualisierte Aufl., München, S. 99

In Anlehnung an diese Ausführungen bietet die folgende Grafik eine Übersicht über eine mögliche Einteilung der einzelnen Vergütungskomponenten und ihrer individuellen Bemessung.

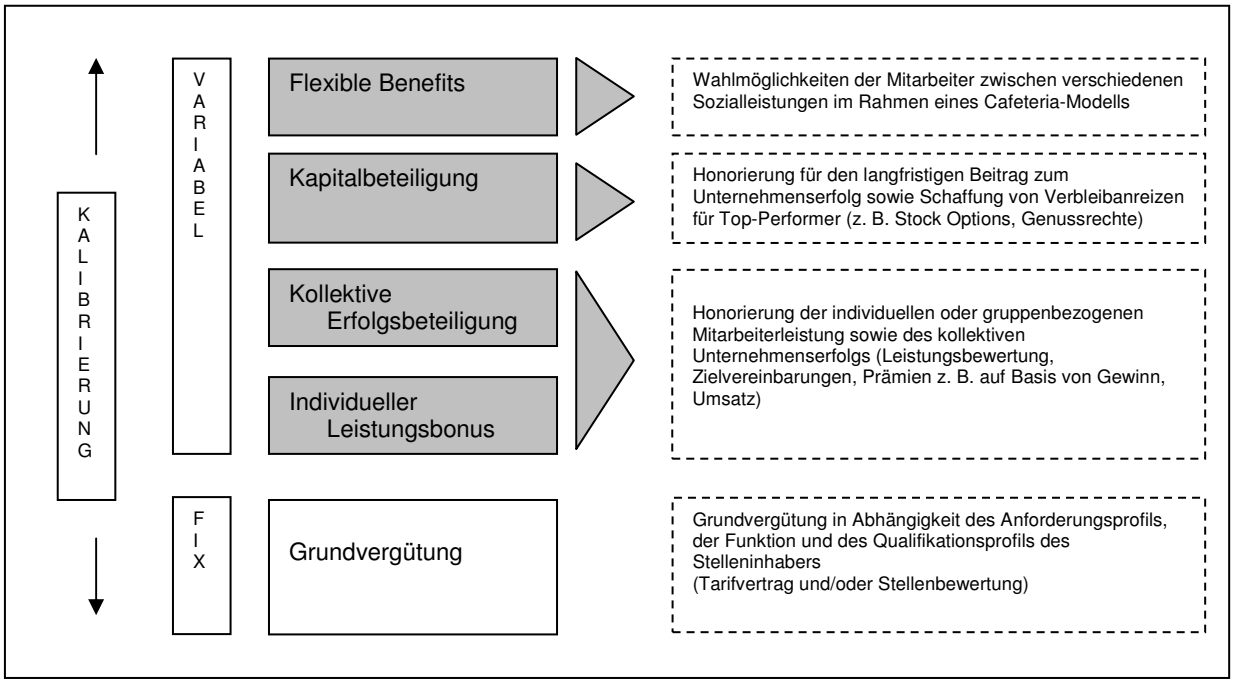


Abbildung 5: Beispielhafte Übersicht über eine Gesamtvergütungsstruktur
Quelle: Eigene Darstellung

Die prozentuale Höhe der einzelnen Komponenten innerhalb der Gesamtkonzeption ist im Wesentlichen abhängig von der Position innerhalb der Hierarchie-Ebenen und der Unternehmensorganisation. Eine theoretisch abgesicherte Argumentation für die Verteilung der drei Komponenten findet sich in der relevanten Literatur nicht.[76] Für die Praxis ergibt sich hieraus die Notwendigkeit, sich regelmäßig und umfassend über die Gegebenheiten in den einzelnen Teilsegmenten des Arbeitsmarkts zu informieren.

4.1.1 Grundgehalt

Die Grundvergütung wird als fixe bzw. garantierte Gehaltszahlung an den Mitarbeiter seitens der Unternehmung gezahlt.[77] Mit dieser Zahlung wird im Allgemeinen die abgeforderte Qualifikation mit der gestellten Arbeitsaufgabe abgegolten. Im Rahmen

[76] Vgl. Maar, R., Kötting, M. (1993), Flexibilisierung von Entgeltsystemen als Herausforderung für personalwirtschaftliche Forschung und Praxis, in: Weber, W. (Hrsg.), Entgeltsysteme: Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen (Festschrift zum 65. Geburtstag von Eduard Gaugler), Stuttgart, S. 214–230

von Tarifverträgen oder anderen Vereinbarungen ist es üblich, dass die Höhe der Zahlung von Kriterien wie z. B. Betriebszugehörigkeit, Lebensalter und Stellung innerhalb der Hierarchiestruktur geleistet wird.[78] Als methodische Basis zur Differenzierung der jeweiligen Grundvergütungshöhen und Entwicklung von Grundgehaltsbändern dienen summarische oder analytische Verfahren, die eine systematische Grundvergütungsstruktur zum Ziel haben.[79]

Bei der Entwicklung und Einführung einer Grundvergütungsstruktur ist darauf zu achten, dass das Verfahren bzw. der Prozess durch ein stringentes, transparentes und allgemein nachvollziehbares Stellenbewertungsprogramm unterstützt wird, um die Akzeptanz der Mitarbeiter zu sichern und eine langfristig orientierte Standardisierung zu erreichen. Mithilfe dieser Funktionsbewertung ist ebenfalls eine weitgehend objektive, transparente und systematische Bewertung der unterschiedlichen Stellen innerhalb der Organisation sicherzustellen. Aus der Sicht des Mitarbeiters ist unter Transparenz Folgendes zu verstehen:

- Die eindeutige Zuordnung zu einer Funktionsgruppe[80]
- Nachvollziehbarkeit von Vergütungsentscheidungen
- Transparenz von beruflichen und gehaltlichen Weiterentwicklungsmöglichkeiten innerhalb der vorgegebenen Funktionsstufen

In der Praxis kommen unterschiedliche Funktionsbewertungsverfahren zum Einsatz. Im Wesentlichen wird unterschieden zwischen der analytischen und summarischen Arbeitsplatzbewertung, die als methodische Basis angesetzt werden. Grundsätzlich lassen sich die Funktionsbewertungssysteme in folgende Gruppen einteilen:[81]

---

77 Vgl. Evers, H. (1998), Führungskräfte richtig vergüten, Freiburg i. Br., S. 2

78 Vgl. Nagel, K., Schlegtendal, G.(1998), Flexible Engeltsysteme: fair entlohnen – besser motivieren, Landsberg/Lech, S. 49–48

79 Institut für angewandte Arbeitswissenschaft e. V. (Hrsg,) (1989), Handbuch des Prämienlohnes, Köln, S. 9

80 Vgl. Kappel, H. (1993), Führen, Organisieren, Entlöhnen mit modernen Instrumenten: Handbuch der Funktionsbewertung und Mitarbeiterbeurteilung, Betriebswiss. Inst. D. ETH Zürich, 4. erg. Aufl., S. 207

81 Vgl. Evers, H. (1988), Führungskräfte richtig vergüten, Freiburg i. Br., S. 2–5; vgl. Kappel, H. (1989), Organisieren, führen, entlöhnen. Handbuch der Funktionsbewertung und Mitarbeiterbeurteilung. 3. erw. Aufl. Zürich, Industrielle Organisation, S. 179

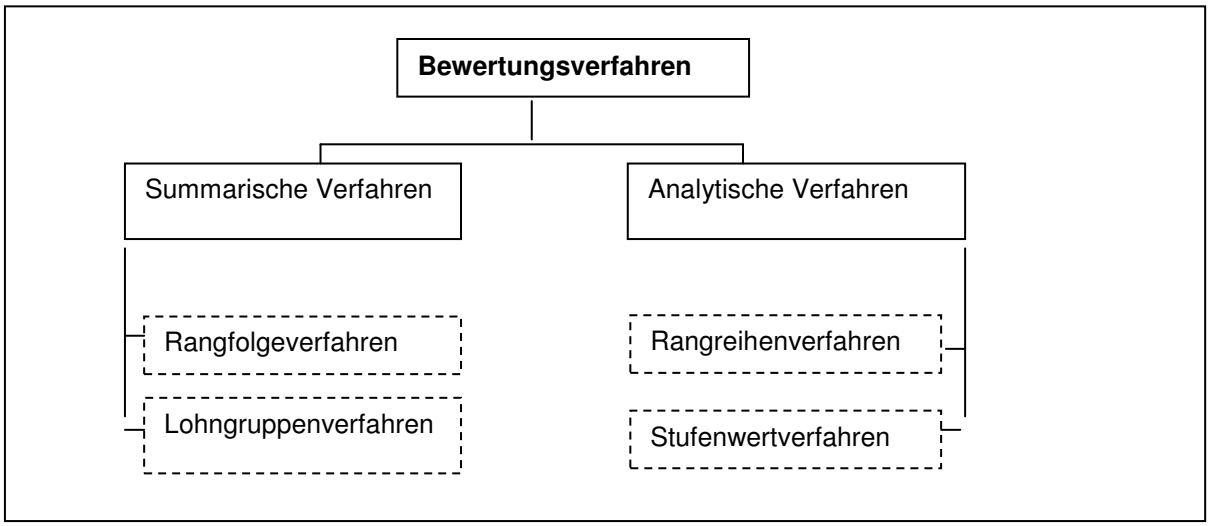


Abbildung 6: Übersicht über Bewertungsverfahren
Quelle: Eigene Darstellung

Summarische Verfahren bewerten den Arbeitsplatz als Ganzes, wohingegen das analytische Verfahren die einzelnen Anforderungsfaktoren, die an die Stelle gestellt werden, separat bewertet. Daraus resultiert bei analytischen Verfahren die Notwendigkeit, die einzelnen Punktwerte in den unterschiedlichen Kategorien rechnerisch zu einer einzigen verbindlichen Richtgröße zu verdichten. Beide Arten von Verfahren verfolgen die Zielsetzung, anhand zuvor definierter Kriterien die Wertigkeit einer Funktion im Rahmen einer Funktionsbewertung unternehmensspezifisch festzulegen. Für eine weitergehende Erläuterung der unterschiedlichen Ansätze mit ihren Vor- und Nachteilen wird auf die einschlägige Literatur[82] verwiesen.

4.1.2 Cafeteria-Modelle als Möglichkeit zur Individualisierung von Vergütungselementen

Im Rahmen eines ganzheitlichen Gehaltsmanagements und dessen Ausgestaltung sind die Sozialleistungen als integraler Vergütungsbestandteil verankert. Diese Vergütungsbestandteile zeichnen sich i. d. R. durch einen hohen Anteil an den Personalnebenkosten aus, ohne dass hier ein direkt messbarer Einfluss auf die Leistungsbereitschaft der Mitarbeiter zu verzeichnen ist. Vielmehr werden diese

[82] Vgl. Olfert, K., Steinbuch, P. A. (2003), Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft: Personalwirtschaft, 8. aktualisierte u. durchgesehene Aufl., Ludwigshafen, S. 231–343; vgl. Thorpe, R./Homan, G. (2000), Strategic Reward Systems, London, p.137–160; vgl. Hume, D. A. (1998), Reward Management, Employee Performance, Motivation and Pay, Oxford, p. 118–134

Leistungen seitens der Mitarbeiter als selbstverständliche fixe Zahlung angesehen, ohne dass diese an konkrete Erfolgsindikatoren gekoppelt sind und deren tatsächlicher Wert von einem bedeutenden Teil der Mitarbeiter als zu niedrig eingestuft wird.[83] Dabei beträgt die Höhe dieser Personalnebenkosten ungefähr 50 % des ausgewiesenen Lohns.[84]

Die zahlreichen existierenden betrieblichen Sozialleistungen können per Gesetz, per Tarifvertrag oder auf freiwilliger Basis vom Arbeitgeber an den Mitarbeiter gezahlt werden. Die folgende Tabelle versucht, die in der Literatur und Praxis vorgefundenen Elemente zu systematisieren und kurz zu beschreiben.

Gesetzliche Leistungen	**Tariflich vereinbarte Sozialleistungen**	**Freiwillige Sozialleistungen**
▪ Sozialabgaben der AG zur Renten-,Kranken- u. Arbeitslosenversicherung ▪ Lohnfortzahlung ▪ Beiträge zur Berufsgenossenschaft ▪ Mutterschutz ▪ Bezahlte Feiertage	▪ Arbeitszeit ▪ Arbeitsbedingungen ▪ Bildungsurlaub ▪ Kündigungsschutz ▪ Entgeltfortzahlung	▪ Echte Zusatzleistungen, auf die Arbeitnehmer keinen Anspruch haben, sofern es sich nicht um eine „betriebliche Übung“ handelt ▪ Ausgestaltung erfolgt über Einzelvertragsebene oder überwiegend in Form einer Betriebsvereinbarung
niedrig ←	Gestaltungsflexibilität	→ hoch

Tabelle 1: Übersicht Auswahl von Sozialeistungen
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Walter, A., Kastura, B., Betriebliche Sozialleistungen – Entwicklungen und Perspektiven, in: Weber, W. (Hrsg.), Entgeltsysteme: Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen (Festschrift zum 65. Geburtstag von Eduard Gaugler), Stuttgart 1993, S. 342–343

Diese traditionelle Trennung zwischen den einzelnen Sozialleistungen und dem Angebot an die Mitarbeiter lässt keine sichtbaren Motivationsanreize für die Betroffenen zu einer Mehrleistung erkennen. Solch eine Systematik erscheint aus diesem Grund weniger sinnvoll, wenn sie nicht flexibel an den Bedürfnissen der

[83] Vgl. Wagner, D. (1982), Cafeteria-Systeme in Deutschland, in: Personal Heft 6, S. 234

[84] Die gesetzlich verordnete Last steigt, in: iwd Nr. 12 vom 20.03.1997, S. 8

Mitarbeiter ausgerichtet ist und keine Hebelwirkung zu einer höheren Leistungsbereitschaft darstellt.[85]

Eine Möglichkeit, die betrieblichen Sozialleistungen entsprechend der Bedürfnisse der Mitarbeiter zu individualisieren und als attraktives Vergütungsmodul zu gestalten, wird mit dem so genannten *Cafeteria-Verfahren*[86] erreicht.[87] Diese aus den USA kommenden, erfolgreich praktizierten Modelle brechen das starre System der Zahlung der Sozialleistungen auf und bieten dem Mitarbeiter eine individuelle bedürfnisgerechte und flexible Inanspruchnahme präferierter Sozialleistungen.[88] Diese Flexibilität ist insofern für die gewünschte Anreizwirkung von Bedeutung, weil nicht jede Sozialleistung seitens der Mitarbeiter gleichwertig empfunden wird und die Bedürfnis- und Anreizstruktur unterschiedlich individuell determiniert ist.[89]

"Das Cafeteria-Verfahren ist ein Anreizsystem flexibler und individueller Entgeltgestaltung mit turnusmäßig wiederkehrenden Wahlmöglichkeiten für die Mitarbeiter. Die Wahl zwischen Entgeltleistungen ermöglicht den Mitarbeitern eine ihren jetzigen und künftigen Präferenzen entsprechende individuelle Bedürfnisbefriedigung aus betrieblicher Kompensation."[90]

Die Mitarbeiter haben bei dieser Form die Möglichkeit, zwischen einzelnen Entgeltbausteinen diejenigen auszuwählen, die zurzeit ihrer aktuellen Bedürfnis- und finanziellen Lage sowie ihrer derzeitigen Lebenssituation am ehesten entgegenkommen.[91] Dabei ist darauf Wert zu legen, dass das Honorierungskonzept

---

85 Vgl. Langemeyer, H. (1999), Das Cafeteria-Verfahren, ein flexibles, individuelles Anreizsystem betrachtet aus entscheidungstheoretischer Sicht, in: Hummel, T. R., Wagner, D., Zander, E. (Hrsg.), Hochschulschriften zum Personalwesen München, S. 1; vgl. Olfert, K., Steinbuch, P. A. (2003), Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft: Personalwirtschaft, 8. aktualisierte u. durchgesehene Aufl., S. 380

86 In der deutsch- wie auch englischsprachigen Literatur gibt es keine allgemeingültige Definition zum Cafeteria-Modell. Neben den Begriffen Cafeteria-Modell existieren auch Begrifflichkeiten wie Cafeteria-System, Cafeteria-Plan, Flexible-Benefit-System etc. Im weiteren Verlauf der Arbeit wird an dem Terminus Cafeteria-Modell festgehalten

87 Vgl. Weber, W. (1993), Entgeltsysteme: Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen; Festschrift zum 65. Geburtstag von Eduard Gaugler, Stuttgart, S. 320

88 Vgl. Wagner, D., Grawert, A. (1993), Sozialleistungsmanagement – Mitarbeitermotivation mit geringem Aufwand, München, S. 20ff.; vgl. Scholz, C. (1997), Zwei Alternative Modelle – Individualisierung der Personalwirtschaft in der Zukunft, in: Personalführung, o. Jg., Nr. 2, S. 1174–1181; vgl. Wolf, C. (1993), Variable Vergütung in Form eines Cafeteria-Plans, in: PERSONAL, Personalführung+Technik+Organisation, Aufl. 5/93, S. 204

89 Vgl. Hentze, J., Kammel, A. (1988), Ansatzpunkte für eine Flexibilisierung der Führungskräfteentlohnung, in: Zeitschrift für Personalforschung, Heft 1, S. 53

90 Vgl. Langemeyer, H. (1999), Das Cafeteria-Verfahren, ein flexibles, individuelles Anreizsystem betrachtet aus entscheidungstheoretischer Sicht, in: Hummel, T. R., Wagner, D., Zander, E. (Hrsg.), Hochschulschriften zum Personalwesen, München, S. 17

91 Vgl. dazu ausführlich Wagner, D., Grawert, A., Langemyer, H. (1993), Cafeteria-Modelle, Möglichkeiten der Individualisierung und Flexibilisierung von Entgeltsystemen für Führungskräfte, in; Hochschule St. Gallen (Hrsg.), Entwicklungstendenzen im Management, Band 11, St. Gallen; vgl. Hahn, D., Taylor, B. (1999), Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen,

für den einzelnen Mitarbeiter transparent dargestellt wird, eine Verteilungsgerechtigkeit differenziert nach Hierarchie-Ebenen erfolgt und sich der Verwaltungsaufwand in einem angemessenen Rahmen bewegt.[92] In der Literatur werden drei Arten von Cafeteria-Modellen diskutiert:

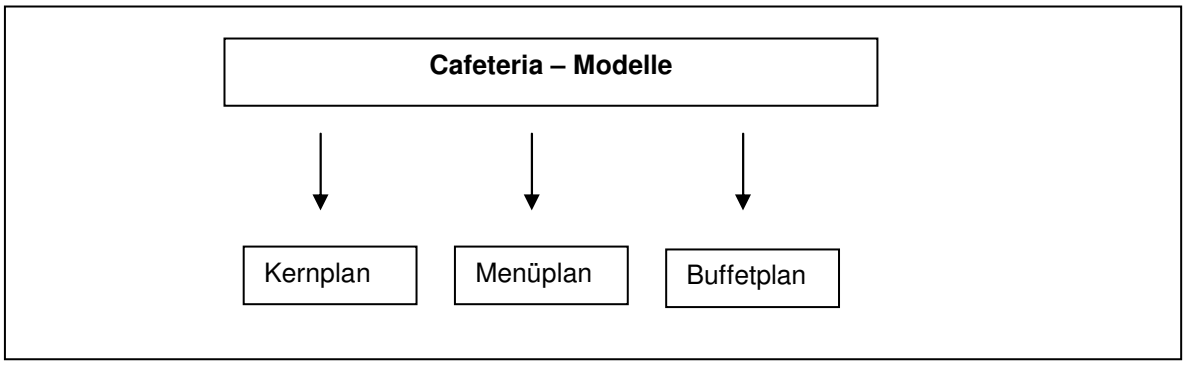


Abbildung 7: Übersicht über Cafeteria-Modelle
Quelle: Eigene Darstellung

- Bei dem **Kernplan** wird differenziert zwischen einem Kernblock und einem Wahlblock. In dem Kernblock sind Sozialleistungen verankert, die als Mindestbedarf für alle Mitarbeiter angesehen werden und als Gesamtpaket gewählt werden müssen. Je nach festgelegter Priorität können dies Leistungen z. B. für die Altersversorgung oder Berufsunfähigkeit sein. Bei dem Wahlblock handelt es sich um für den Mitarbeiter frei wählbare Leistungen in Bezug zu den individuellen Präferenzen.
- Im Rahmen des Menüplans können die Mitarbeiter zwischen unterschiedlichen Leistungspaketen wählen, die i. d. R. auf die Bedürfnisse von Mitarbeitergruppen fokussiert sind.
- Der **Buffetplan** stellt den Mitarbeitern ein Portfolio aus frei wählbaren Leistungen zur Verfügung.[93]

Entscheidend für die Einführung eines Cafeteria-Modells ist die Frage der Zielsetzungen, die mit einem derartigen System verbunden werden. Nicht zuletzt ist

8. aktualisierte Aufl., Heidelberg, S. 714; vgl. Knobloch, R., Frick, G. (1988), Benefits á la Carte, in: Management Wissen, Heft 1, S. 37–41

92 Vgl. Hilb, M. (2005), Integriertes Personal-Management, Ziele – Strategien – Instrumente, 14. aktualisierte Aufl., München, S. 111

die Entwicklung und Implementierung des Systems mit Kosten verbunden und aus diesem Grund ist eine genaue Analyse des Kosten-/Nutzenverhältnisses aus betriebswirtschaftlicher Sicht notwendig. *"First and foremost, the benefits planning process must address the vital question: What is the relative role of benefits in a total compensation package?"*[94]

Die Zielsetzungen bzw. Motive für die Einführung eines derartigen Modells werden in erster Linie in der

- Erhöhung der Leistungsmotivation der Mitarbeiter,
- Steigerung der Attraktivität des Unternehmens auf dem Arbeitsmarkt und in
- der Erhöhung der Mitarbeiterzufriedenheit gesehen.[95]

Ein weiterer bedeutender Vorteil besteht darin, dass durch eine betriebswirtschaftlich effiziente Ausgestaltung einzelner Sozialleistungen steuerliche Optimierungspotenziale für den Arbeitnehmer wie auch den Arbeitgeber ausgeschöpft werden können.[96]

Für eine erfolgreiche Implementierung ist es dabei von Bedeutung, dass die betroffenen Mitarbeiter bereits in der Konzeptions- und Einführungsphase beteiligt werden, um ein hohes Maß an Akzeptanz und Mitarbeiternutzen zu erreichen. Für eine konkrete Ausgestaltung sind insbesondere folgende Arbeitsschritte zu detaillieren:

- Kreis der Berechtigten
- Finanzierung des Modells
- Das Budget, welches pro Mitarbeiter für die Wahlleistungen zur Verfügung steht
- Aufnahme der Mitarbeiterpräferenzen
- Anzahl und Ausgestaltung der relevanten Wahlleistungen bzw. -Blöcke ggf. differenziert nach Hierarchie-Ebenen

---

93 Vgl. Berthel, J. (1997), Personal-Management, Grundzüge für Konzeptionen betrieblicher Personalarbeit, 5. aktualisierte u. korrigierte Aufl., Stuttgart, S. 410; vgl. Wolf, C. (1993), Variable Vergütung in Form eines Cafeteria-Plans, in: Personal, Personalführung + Technik + Organisation, Heft 5/93, S. 204

94 Burton, B. Jr., McFadden, J. J. (1999), Employee Benefits, Chicago, Dearborn Financial Publishing, 1996, in: Milkovich, G. T./Newmann, J. M., with the assistance of Carolyn Milkovich, Compensation, Sixth Edition, New York, p. 399

95 Vgl. Wagner, D., Grawert, A., Langemeyer, H. (1993), Cafeteria-Modelle, Möglichkeiten der Individualisierung und Flexibilisierung von Entgeltsystemen für Führungskräfte, St. Gallen, S. 7

96 Vgl. Hentze, J., Kammel, A. (1988), Ansatzpunkte für eine Flexibilisierung der Führungskräfteentlohnung, in: Zeitschrift für Personalforschung, Heft 1, S. 53

- Detailfragen zur Auswahl der Wahlleistungen
- Kontinuierliche Überprüfung der Wahlleistungen auf Aktualität und Nutzen
- Art der Kommunikation an die Mitarbeiter
- Administration des Modells

Die Darstellung dieser Arbeitsschritte zeigt die Notwendigkeit für eine sorgfältige Planung für die Einführung eines Cafeteria-Modells. Die eigentliche Projektbearbeitung ist mit Aufgaben unterschiedlich hoher Komplexitätsgrade verbunden, zu denen die betriebswirtschaftliche Ausgestaltung, die steuerlichen und arbeitsrechtlichen Implikationen sowie der Kommunikationsprozess gehören. Auch darf dieser Teil der Vergütungskomponenten nicht isoliert betrachtet werden, sondern muss in Abstimmung mit den strategischen Unternehmenszielen erfolgen. Dieser Prozess von der Beschlussfassung über die Konzeptions- und Implementierungsphase bewegt sich in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße zwischen 6 und 12 Monaten.

Die folgende Darstellung gibt eine komprimierte Auswahl möglicher Cafeteria-Optionen, welche in der Literatur diskutiert werden und den einzelnen Mitarbeitern als Wahlmöglichkeit zur Verfügung stehen. Die Ausgestaltung derartiger Modelle ist mit derart unterschiedlich vielen Varianten verbunden, sodass die nachstehende Tabelle lediglich einen Ausschnitt möglicher Wahlleistungen darlegt.

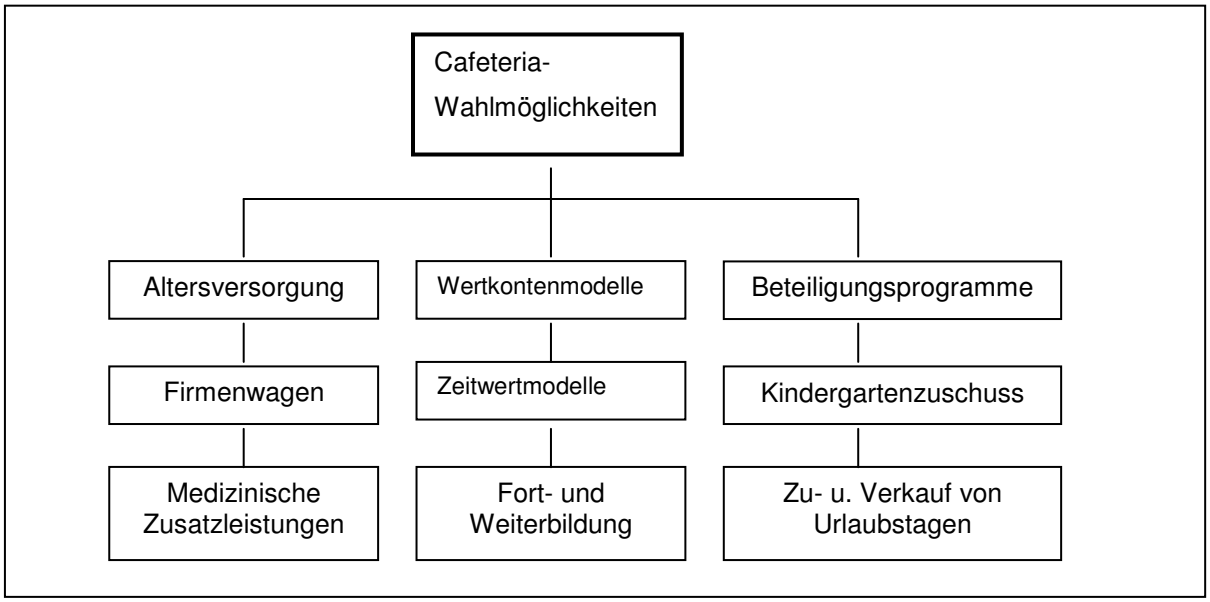


Abbildung 8: Übersicht über beispielhafte Cafeteria-Bausteine
Quelle: Eigene Darstellung

Aus der Sicht der Unternehmen reflektieren folgende Punkte die Vorteilhaftigkeit eines Cafeteria-Modells:

- "discover which benefits are popular and which are not, leading to more effective concentration or resources on those benefits welcomed by employees;
- develop mechanisms to manage benefit costs more effectively;
- inform employees about the real cost of benefits;
- make use of a single strategic concept to meet drivers employee needs." [97]

Nachteile: die Kosten für Konzeption und Verwaltung. Es können nicht alle Präferenzen der Mitarbeiter berücksichtigt werden, veränderte Lebenssituation, Präferenzen etc. In Deutschland haben die Cafeteria-Modelle im Gegensatz zu den USA einen geringeren Verbreitungsgrad, was sicherlich auch mit den rechtlichen Restriktionen und dem mit der Einführung verbundenen hohen Verwaltungsaufwand zusammenhängt.[98] Es zeigt sich aber, dass der Einsatz von Cafeteria-Modellen durch die zunehmende Anzahl von Fusionen in Deutschland als konzeptionelle Grundlage für die Harmonisierung von Vergütungssystemen der betroffenen

[97] Armstrong, M., Murlis, H. (1999), Reward Management, A Handbook of Remuneration Strategy and Practice, Fourth Edition, London, p. 489

[98] Walter, A., Kastura, B. (1993), Betriebliche Sozialleistungen – Entwicklungen und Perspektiven, in: Weber, W. (Hrsg.), Entgeltsysteme: Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen, Festschrift zum 65. Geburtstag von Eduard Gaugler, Stuttgart, S. 355–356

Organisationen verstärkt diskutiert und umgesetzt wird. Insbesondere die flexiblen Wahlmöglichkeiten für die Mitarbeiter und die damit verbundene Anreizwirkung dürfte die Attraktivität derartiger Modelle in der Zukunft weiter erhöhen.

4.1.3 Betriebliche Altersversorgung

Die betriebliche Altersversorgung in Deutschland nimmt aufgrund ihres Volumens von ca. 500 Mrd. DM[99] nach wie vor eine tragende Rolle als integraler Bestandteil der Gesamtvergütung ein. Insbesondere in dem gewachsenen Sicherheitsbedürfnis der Menschen und der Begrenztheit der sozialen gesetzlichen Leistungen ist der Grund dafür zu sehen, dass sich die betriebliche Altersversorgung zu einem wichtigen Instrument der Personalpolitik entwickeln konnte.[100]

Aus diesem Grund werden in diesem Kapitel kurz die bekannten Durchführungswege skizziert, um das Gesamtbild der Vergütung mit dem bis hierhin beschriebenen Bestandteilen abzurunden. Auf eine detaillierte Darstellung der einzelnen Durchführungswege wird an dieser Stelle bewusst verzichtet, weil sich die vorliegende Arbeit schwerpunktmäßig mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen beschäftigt.

Grundsätzlich bieten sich für eine Unternehmung bei der Einführung einer betrieblichen Altersversorgung vier Durchführungswege an:

- Unmittelbare Versorgungszusagen
- Betriebliche Unterstützungskassen
- Direktversicherung
- Pensionskassen

Dabei findet die unmittelbare Versorgungszusage mit 56 % den am stärksten ausgeprägtesten Verbreitungsgrad, gefolgt von der Pensionskasse mit 23 %, der Direktversicherung mit 12 %, und auf die Unterstützungskasse entfielen 9 % des Gesamtvolumens in Höhe von 500 Mrd. DM.[101]

---

[99] Höfer, H. E. G. (1996)., Betriebliche Altersversorgung, in: HHV, September 1996, S. 2
[100] Heubeck, K. (1992), Altersversorgung, Betriebliche, in: Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl., Stuttgart, S. 18–29
[101] Ebenda

Das wesentliche Unterscheidungskriterium dieser vier Durchführungswege ist die Frage, ob der Arbeitgeber selbst Träger der betrieblichen Altersversorgung ist oder ob diese auf einen rechtlich selbstständigen Versorgungsträger übertragen wird. Hat der Arbeitgeber die Entscheidung getroffen, selbst als Träger zu fungieren, so hat der Pensionsberechtigte einen unmittelbaren Versorgungsanspruch gegenüber diesem Unternehmen. Die zugesagten Versorgungsleistungen werden dann direkt aus dem Betriebsvermögen an den Arbeitnehmer bzw. die Hinterbliebenen geleistet.[102]

Bei der mittelbaren Zusage wird eine rechtlich selbstständige Versorgungseinrichtung zwischengeschaltet, die dem Versorgungsberechtigten einen Rechtsanspruch auf die zugesagten Leistungen gewähren. Dabei werden die zur Erfüllung der später eintretenden Verpflichtungen zu Rentenzahlungen während der Dienstzeit des Arbeitnehmers durch den Arbeitgeber in den Deckungsstock des externen Versorgungsträgers eingezahlt.[103]

Unter Risikogesichtspunkten ist der wesentliche Nachteil einer **unmittelbaren Zusage** darin begründet, dass die Unternehmung die Risiken selbst trägt, die sich im Zeitablauf aus einer Veränderung der gesetzlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ergeben könnten und somit nicht kalkulierbar sind. Bei der **mittelbaren Zusage** werden alle Risiken auf den externen Versorgungsträger übertragen. Bei der Unternehmung verbleibt nur das Risiko zur Zahlung der jeweiligen Prämien.[104]

Die Wahl des Durchführungsweges ist wegen des Grundsatzes der Vertragsfreiheit in Deutschland grundsätzlich eine freie Entscheidung der Unternehmung.[105] Wegen des langfristigen Bindungscharakters dieser Versorgungszusagen ist es aber seitens des Arbeitgebers üblich, bei der konkreten Ausgestaltung der Programme eine

[102] Ahrend, P., Förster, W., Rößler, N. (1995), Steuerrecht der betrieblichen Altersversorgung, mit arbeitsrechtlicher Grundlegung, 4. Aufl., Köln, 1. Teil, Rdnr. 81 und 2. Teil, Rdnr. 2

[103] Balz, U. (1994), Betriebliche Altersversorgung – Der staatliche Einfluss auf soziale Sicherung und Kapitalbildung, Frankfurt am Main, S. 41

[104] Heubeck, K. (1990), Zur Bewertung finanzwirtschaftlicher Wirkungen der betrieblichen Altersversorgung, in: DBW, S. 411–414

[105] Scheffler, W. (1990), Betriebliche Altersversorgung – Ein EDV-System zur Unterstützung unternehmerischer Entscheidungen, Wiesbaden, S. 45

detaillierte Analyse der Alternativen hinsichtlich der personal-, risikopolitischen sowie steuerlichen und finanzwirtschaftlichen Determinanten durchzuführen. [106]

4.1.4 Überblick über ausgewählte Beteiligungsformen

4.1.4.1 Erfolgsbeteiligung

In der Literatur findet sich keine einheitliche Definition des Terminus "Mitarbeiterbeteiligung".[107] Variable Vergütung im herkömmlichen Sinne ist oft "short term" wie z. B. Zuschläge für Qualitätsverbesserungen. Grundsätzlich wird unterschieden zwischen

- der Erfolgs-
- und der Kapitalbeteiligung.

Bei diesen beiden Beteiligungskategorien, die auch zusammenfassend als *"Long-Term Incentive"* bezeichnet werden, ist nicht die Leistung des einzelnen Mitarbeiters relevant, sondern das summierte Leistungsergebnis aller beteiligten Mitarbeiter, die zum Unternehmenserfolg beigetragen haben. Die Erfolgsbeteiligung ist dadurch charakterisiert, dass alle geleisteten Zuwendungen an den Arbeitnehmer dem Lohnsteuerabzug unterliegen. Darüber hinaus ist die Erfolgsbeteiligung nicht mit dem Leistungslohn[108] zu verwechseln. Die Zahlung an den Mitarbeiter ist nicht abhängig von seiner individuellen Leistung, sondern steht im direkten Zusammenhang mit der Leistung des Betriebs oder Unternehmens insgesamt. Die Aufteilung der zu verteilenden Gesamtsumme wird auf Basis eines unternehmensspezifischen Verteilungsschlüssels für das Individuum durchgeführt.[109]

Bei der Erfolgsbeteiligung findet keine Beteiligung am Gesellschaftsvermögen statt. Als Bemessungsgrundlage wird meistens zwischen Ertragsgrößen, Gewinngrößen

[106] Vgl. dazu Klingebiel, O. (1994), Die Weiterentwicklung der betrieblichen Altersversorgung aus alterssicherungspolitischer und steuersystematischer Sicht, Köln, S. 63
[107] Vgl. Scheider, H.-J. (1992), Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer S. 1103, in: Handbuch des Personalwesens, Gaugler E./Weber, W. (Hrsg.), Bd. 5, 2. neubearbeitete u. erg. Aufl., Stuttgart, S. 1103–1113
[108] Vgl. dazu Kapitel 4.1.5.1.2
[109] Vgl. H. J. Schneider/E. Zander (1993), Erfolgs- und Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter in Klein- und Mittelbetrieben, Freiburg i. Br., S. 19/20; vgl. Juntermanns, H.-J. (1991), Mitarbeiterbeteiligung von A–Z, S. 2

und Leistungsgrößen unterscheiden.[110] Die folgende tabellarische Darstellung gibt einen Überblick über praktizierte Varianten der Erfolgsbeteiligungen in der Wirtschaft.

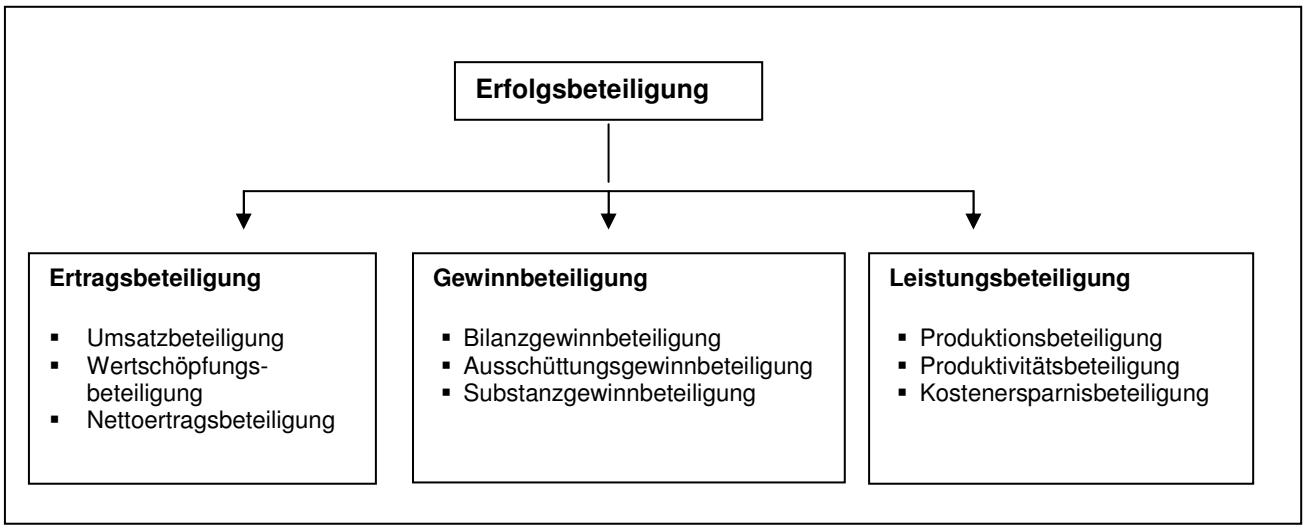


Abbildung 9: Mögliche Formen der Erfolgsbeteiligung
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Guski/Schneider (1993)

Die oben genannten Beteiligungsbasen beruhen auf den im Folgenden skizzierten Berechnungsgrundlagen:[111]

4.1.4.2 Ertragsbeteiligung

Umsatzbeteiligung: Die Umsatzbeteiligung wird als die einfachste Form der Ertragsbeteiligung bezeichnet und wird als der um Preisschwankungen und Lagerbewegungen bereinigte Gesamtumsatz einer Unternehmung berechnet.

Wertschöpfungsbeteiligung: Die Basis bildet i. d. R. die Differenz zwischen dem um Bestandsveränderungen bereinigten Umsatz und dem Materialaufwand, der in derselben Periode entstanden ist. Bei der Ermittlung dieser Wertschöpfung finden

[110] Vgl. J. Hentze (1991), Personalwirtschaftslehre 2, S. 128; vgl. Esser, K., Falthauser, K. (1974), Beteiligungsmodelle, München, S. 26

[111] Vgl. Schneider, H.-J./Zander, E. (1993), Erfolgs- und Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter in Klein- und Mittelbetrieben, 4. aktualisierte Aufl., Freiburg im Breisgau, S. 80–87; vgl. Berthel, J. (1997), Personal-Management, Grundzüge für Konzeption betrieblicher Personalarbeit, 5. aktualisierte u. korrigierte Aufl., Stuttgart, S.405–406; vgl. Aschmann, S. (1998), Mehrdimensionale Beteiligung der Mitarbeiter am Gesamtunternehmenserfolg, München, S. 90–94; vgl. Schultz, R. (1992), Erfolgsbeteiligung der Arbeitnehmer, S. 818–828, in: Gaugler, E./Weber, W., (Hrsg.), Handwörterbuch des Personalwesens, 2. neubearbeitete u. erg. Aufl., Stuttgart

Positionen wie Unternehmerlohn, Eigenkapitalverzinsung und Risikoprämie keine Berücksichtigung.

Nettoertragsbeteiligung: Hier wird der Bruttoertrag um die Positionen Fremdleistungen, Lagerbestandsveränderungen, Steuern und kalkulatorische Zinsen unter Berücksichtigung von Risikoprämien und einer marktkonformen Eigenkapitalverzinsung bereinigt. Der so ermittelte Wert wird dann anschließend dem Vergleichswert aus der vorherigen Periode gegenübergestellt. Bei einer positiven Differenz kommt es zu einer oftmals aus Vereinfachungsgründen proportionalen Ausschüttung an die Mitarbeiter.

Die Verwendung von Ertragsgrößen als Grundlage für eine Erfolgsausschüttung an die Mitarbeiter ist aus betriebswirtschaftlicher Perspektive kritisch zu hinterfragen. Die alleinige Ausrichtung an umsatzorientierten Größen basiert auf einer einseitigen Betrachtung möglicher Erfolgsindikatoren. Trotz steigender Umsätze kann das Gesamtergebnis durchaus negativ ausfallen, etwa weil sich die Preisrelationen auf den Inputmärkten verschlechtert haben oder Kostensenkungspotenziale nicht ausgeschöpft wurden. Darüber hinaus besteht bei einer einseitigen Ausrichtung die latente Gefahr, dass andere wichtige Erfolgsindikatoren wie z. B. der bewusste Einsatz von Betriebs- und Hilfsstoffen vernachlässigt werden. Deswegen finden sich in der Praxis oft Verbindungen zwischen so genannten Ertrags- und Gewinnbeteiligungen.[112] *"The trend in recent variable pay design is to combine the best of gain-sharing and profit-sharing plans."*[113]

4.1.4.2.1 Gewinnbeteiligung

Beteiligung am bilanziell ausgewiesenen Gewinn: Im Rahmen dieser Beteiligungsform wird die Größe des in der Bilanz ausgewiesenen Gewinns als Bezugsbasis für die Ausschüttung an die Mitarbeiter zugrunde gelegt. In Deutschland wird unterschieden zwischen der Steuer- und Handelsbilanz. Da Berechnung der Bilanzgrößen nicht identisch sind (u. a. werden bei der Ermittlung des Handelsbilanzgewinns steuerlich nicht wirksame Positionen berücksichtigt), ist im Vorfeld zu klären, welche Größe verbindlich als Grundlage für die Erfolgsbeteiligung herangezogen wird.

Ausschüttungsgewinnbeteiligung: Ausgangsbasis für diese Beteiligungsform ist der Gewinn, der ebenfalls an die Kapitalgeber ausgeschüttet wird. Hier kann etwa das gleiche absolute Volumen oder ein hierzu proportionaler Betrag zur Verfügung gestellt werden.

Substanzgewinnbeteiligung: Diese Größe orientiert sich an der Höhe des einbehaltenen Gewinns. Der Betrag, der als Gewinn in die Rücklagen eingestellt wird, wird als Berechnungsbasis für die Ausschüttung an die Mitarbeiter verwendet.

In Deutschland gehört die Gewinnbeteiligung zu der Beteiligungsform, welche sich in der betrieblichen Praxis am stärksten durchgesetzt hat.[114] Dabei hat sich Ausschüttungs- bzw. Substanzgewinnbeteiligung nicht durchsetzen können, sondern der Schwerpunkt liegt in der bilanzorientierten Gewinnbeteiligung. Unabhängig von den unterschiedlichen Bilanzierungsmöglichkeiten in der Steuer- und Handelsbilanz dürfte der Verbreitungsgrad sicherlich auch darin begründet sein, dass der Begriff Gewinn in Verbindung mit Bilanz einen eher offiziellen und verbindlichen Charakter aufweist. Der Gewinn aus der Steuerbilanz wird vom Finanzamt auf Plausibilität geprüft und bestätigt. Dieses darf aber nicht darüber hinweg täuschen, dass Unternehmen aufgrund von bilanziellen Gestaltungsspielräumen die Höhe des Gewinns beeinflussen können.

Die unternehmensspezifische Bilanzpolitik ist von den Mitarbeitern selten in der Gesamtheit nachvollziehbar und transparent hinterlegt. Die Mitarbeiter sind bei dieser Beteiligungsform abhängig von der Informations- und Bilanzpolitik der Unternehmensleitung. Darüber hinaus verfügt verständlicherweise nicht jeder Mitarbeiter über das betriebswirtschaftliche Wissen, Bilanzen fachlich richtig interpretieren zu können. Unabhängig von diesen Manipulationsmöglichkeiten ist der entscheidende Vorteil der Gewinnbeteiligung darin zu sehen, dass eine Ausschüttung an die Mitarbeiter nur dann erfolgt, wenn die Unternehmung einen wirtschaftlichen Erfolg erzielt hat.

---

[112] Vgl. Brown, K., Huber, V. (1992), Lowering Floors and Raising Ceilings: A Longitudinal Assessment of the Effects of an Earnings-at-Risk Plan on Pay Satisfaction, in: Personnel Psychology 45, p. 279ff

[113] Milkovich, G. T./Newmann, J. M. (1999), Compensation, Sixth Edition, New York, p. 317

[114] Vgl. Schneider, H.-J./Zander. E. (1993), Erfolgs- und Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter in Klein- und Mittelbetrieben, 4. aktualisierte Aufl., Freiburg im Breisgau, S. 87

4.1.4.2.2 Leistungsbeteiligung

Produktionsbeteiligung: Im Gegensatz zu der individuellen leistungsorientierten Vergütung wird bei dieser Form der Beteiligung eine kollektive Belohnung bei einer über die Normalleistung hinausgehenden Produktionsmenge gewährt.

Produktivitätsbeteiligung: Hier wird die produzierte Menge in das Verhältnis zu den entstandenen Kosten, dem Faktoreinsatz, gestellt. Bei einer Verbesserung des Verhältnisses wird eine zuvor definierte Beteiligung an die Mitarbeiter ausgeschüttet.

Kostenersparnisbeteiligung: Verringern sich die Verbrauchsmengen pro Produktionseinheit, dann werden die Mitarbeiter auf Basis eines Verteilungsschlüssels an der Einsparung beteiligt.[115]

Diese Art von Beteiligung findet ihre Anwendung aufgrund der Beteiligungsbasis am häufigsten in Industriebetrieben. In dem angloamerikanischen Raum hat diese Form der Beteiligung ihren Ursprung in dem so genannten System von "Rucker" und "Scanlon". *"Gain-sharing has moved on from the complex formulare systems of Rucker and Scanlon. Schemes are now firmly based upon sharing the gains from improving productivity and maintaining quality assurance. The Principals promote problem solving and co-operation between employees and managers and emphasize organizational realities as payment is directly linked to actual improvements ... Gains are shared equitable between employees and the company."*[116]

Scanlon-Plan:

Im Rahmen dieses Plans werden die Mitarbeiter am Zuwachs der Produktivität beteiligt. Dabei werden die Personalkosten ins Verhältnis zu den Umsatzerlösen gesetzt. "The Scanlon formula measures employment costs as a proportion of total sales ..., the savings are distributed between employees and the company on the basis of a pre-established formula."[117]

[115] Vgl. Fremmer, H., Voigtländer, H./Weil, R. (1989), in: Institut für angewandte Arbeitswissenschaft e. V. (Hrsg.), Handbuch des Prämienlohnes, Köln, S. 80–81
[116] Thorpe, R./Homan, G. (2000), Strategic Reward Systems, London, p. 326
[117] Armstrong, M./Murlis, H. (2001), Reward Management, A Handbook of Remuneration Strategy and Practice, Fourth Edition, London, p. 399

Rucker-Plan:

Bei dieser Berechnungsmethode werden die Personalkosten ebenfalls berücksichtigt. Allerdings wird dieser Kostenblock mit den Umsatzerlösen, von denen zuvor die Kosten für Material und Beschaffung abgezogen werden, ins Verhältnis gesetzt. "The Rucker Plan is also based on labour costs, but they are calculated as a proportion of sales less the costs of materials and supplies (i. e. value added)."[118]

Der Vorteil des Scanlon-Plans liegt in der relativ einfachen Berechnungsmethodik und dem damit verbundenen geringen Verwaltungsaufwand. Als Nachteil kann ggf. die Offenlegung der Personalkosten und Umsatzzahlen angesehen werden. *"Effective measurement requires that an organization keeps extensive records of historical cost relationship and makes them available to workers or union representatives to verify cost accounting figures."*[119] Ein Nachteil des Rucker-Plans liegt in der komplizierteren Berechnungsmethode. *"The Rucker plan involves a somewhat more complex formula than a Scanlon plan for determining worker incentive bonuses."*[120]

Die zuvor gemachten Ausführungen zeigen die traditionelle Dreiteilung der Erfolgsbeteiligung. Aktuellere Formen von innovativen und wertorientierten Beteiligungsbasen finden dabei keine Berücksichtigung. Im Folgenden werden bei den Beteiligungsbasen der Ertrags-, Gewinn- und Leistungsbeteiligung zwischen finanziellen und operativen Faktoren unterschieden. Für eine erweiterte Betrachtung praktizierter Beteiligungsbasen und deren Evaluierung soll zusätzlich zwischen strategischen Erfolgsfaktoren sowie Marktindizes differenziert werden. Bei der Festlegung dieser Kriterien bieten sich dabei vier unterschiedliche Beteiligungskennziffern an:

- Finanzielle und operative Faktoren (z. B. Cashflows, Gewinn- und Renditegrößen)
- Marktindizes (der aktuelle Börsenkurs der Unternehmung, Bildung eines Referenzindizes)

[118] Armstrong, M. (2000), Employee Reward, Second Edition, London, p. 354
[119] Milkovich, G. T./Newmann, J. M., (1999) with the assistance of Carolyn Milkovich, Compensation, Sixth Edition, New York, p. 315
[120] Ebenda

- Strategische Erfolgsfaktoren (Marktanteile, Produktqualität, Kundenzufriedenheit, Erschließung neuer Märkte)[121]

Diese Erfolgsgrößen spielen bei der Ausgestaltung von Beteiligungsprogrammen eine entscheidende Rolle, weil sie dazu geeignet sind, als Bemessungsgrundlage für eine leistungsbezogene Entlohnung herangezogen zu werden. Die vorliegende Dissertation wird iIm Folgenden wird die Eignung von Aktienoptionsplänen als ein mögliches Vergütungsinstrument zur Intensivierung der Management-Leistung anhand eines zuvor definierten Bewertungsrasters analysiert. Die zugrunde gelegten Bewertungskriterien werden im Hauptteil der vorliegenden Arbeit eingehend erläutert.

4.2 Fazit zu Personalmanagement und Vergütungssysteme

Das vorangestellte Kapitel zeigt die Vielseitigkeit der unterschiedlichen Vergütungsmöglichkeiten über Erfolgsbeteiligungen, betriebliche Altersversorgung und innovativere Formen wie z. B. die Cafeteria-Modelle. Diese Komplexität geht gleichzeitig mit der Notwendigkeit einher, jegliche Art von Vergütungssystem auf die Bedürfnisse des Unternehmens abzustimmen, um die damit verbundenen Zielsetzungen zu erreichen (Retention, Rekrutierung etc.). Hier kommt dem Personalmanagement eine Schlüsselfunktion zu. Es ist die Aufgabe und Herausforderung dieses Bereichs, adäquate Systeme zu entwickeln und konzeptionell umzusetzen. Dabei ist darauf zu achten, dass die Vergütungssysteme mit den anderen personalwirtschaftlichen Instrumenten sinnvoll verlinkt werden. Ein rein auf monetäre Zielgrößen ausgerichtetes Belohnungssystem birgt das Risiko, dass wichtige intrinsische Motivationsfunktionen der Mitarbeiter vernachlässigt und damit die gesamte Vergütungskonzeption in ihrer Umsetzung nicht die gewünschten Ergebnisse erzielt. Insofern nehmen neben der monetären Vergütung die Facetten Personalentwicklung und -Rekrutierung, Kommunikation und auch Wertschätzung gegenüber den Mitarbeitern eine elementare Funktion ein.

Als ein Mosaikstein ist die Vergütung in das bestehende personalwirtschaftliche Gesamtkonzept zu integrieren. Dazu zählt, im Vorfeld die Leistungsvorstellungen über Zielgrößen der Führungskräfte und der nachgelagerten Mitarbeiterebenen zu analysieren, um anschließend die daraus gewonnenen Erkenntnisse mit den

[121] Vgl. Becker, F. (1998), Anreizsysteme für Führungskräfte, Stuttgart, 1990, S. 29ff; vgl. Aschmann, S., Mehrdimensionale Beteiligung der Mitarbeiter am Gesamtunternehmenserfolg, München, S. 89

Zielsetzungen des Unternehmens abzugleichen, die letztlich die Ausgangsbasis für die Entwicklung eines unternehmensspezifischen Vergütungssystems darstellen. Inwieweit Aktienoptionsprogramme als ein wesentliches Intensivierungsinstrument in Abhängigkeit am wirtschaftlichen Erfolg eingestuft werden können, wird ausführlich in Kapitel 9 zur Bewertung dieses Vergütungsinstruments analysiert.

Wichtig in diesem Zusammenhang ist, dass unabhängig von der gewählten Beteiligungsform, die angebotenen Systeme in ihrer Ausgestaltung transparente Strukturen aufweisen, sich an den unternehmensspezifischen Zielen ausrichten und die Bezugsberechtigten die an sie adressierten Leistungsziele nachvollziehen sowie erreichen können. Gleiches gilt auch für die Beeinflussung der definierten Ziele seitens der Mitarbeiter, um zu vermeiden, dass bei einer falschen Festsetzung der Ziele die Mitarbeiter demotiviert werden, anstatt sie zu einer höheren Leistungsfähigkeit zu animieren. Dieses setzt voraus, dass im Vorfeld die einzuführenden Beteiligungssysteme durch geeignete Maßnahmen wie z. B. Workshops, Informationsveranstaltungen, Broschüren und Hotlines an die berechtigten Mitarbeitergruppen kommuniziert und die Ziele im Vorfeld mit den relevanten Mitarbeitern abgestimmt werden.

In Abhängigkeit zur Funktion und Hierarchiestufe des Mitarbeiters sind die Gesamtvergütungsstrukturen nach Grundvergütung, Benefits und erfolgsorientierte Komponenten auszutarieren. Allgemein gültige Verteilungsstrukturen lassen sich nicht allgemein ableiten, da diese von der unternehmensspezifischen Situation abhängig sind. Grundsätzlich zeigt aber der variable Anteil der Vergütung mit steigendem Hierarchie-Level. Bei einer unternehmensspezifischen Ausgestaltung der jeweiligen Beteiligungssysteme stellen diese Programme ein geeignetes Vergütungs- und Motivationsinstrument dar, Mitarbeiter über alle Hierarchie-Ebenen hinweg am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens partizipieren zu lassen.

Teil B: Hauptteil

5 Aktienbasierte Beteiligungsprogramme

5.1 Echte aktienkursbasierte Vergütungsprogramme

5.1.1 Aktienoptionspläne

Unter dem Begriff Aktienoptionsprogramm bzw. Stock Option Plan (SOP) lassen sich eine Vielzahl unterschiedlichster Varianten und Ausgestaltungsformen zusammenfassen. Hierbei erhalten Mitarbeiter eines Unternehmens grundsätzlich das Recht, eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem im Voraus festgelegten Basispreis und in einem vorgegebenen Zeitraum zu erwerben. Der Eintausch der Optionen in Aktien ist erst nach Ablauf einer bestimmten Sperrfrist möglich.[122] I. d. R. wird die Ausübung nur an bestimmten Stichtagen zugelassen, um insiderrechtliche Problematiken zu vermeiden.[123] Die Laufzeit derartiger Optionsprogramme beträgt erfahrungsgemäß mehrere Jahre. Damit soll die Langfristigkeit der angestrebten Anreizwirkung unterstrichen werden. So sind in den Vereinigten Staaten zurzeit Optionslaufzeiten von zehn Jahren besonders verbreitet: *"A grant stock option provides the optionee with the right to purchase a given number of shares of common stock at a fixed price for a defined term, usually 10 years."*[124] Bei der Beschreibung der in der Literatur unterschiedlich bezeichneten Formen bietet sich eine Differenzierung zwischen aktienbasierten und virtuellen Programmen an. Die nachfolgende Übersicht liefert einen komprimierten Überblick über die dazugehörigen Programme.[125]

---

[122] Vgl. Bursee, M., Schawilye, R. (2003), Stock Options – und was kommt danach? in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, S. 30, 24.03.03; vgl. F. Becker (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, S. 37, Stuttgart; vgl. Kappel, H. (1992), Uschatz, P., Variable Kaderentlöhnung: Erfolg und Leistung honorieren, S. 128, Zürich; vgl. Daube, C. H. (1996), Risikomanagement für Aktienoptionen, in: Eller, R. (Hrsg.), Handbuch Derivativer Instrumente. Produkte, Strategien und Risikomanagement, Stuttgart, S. 156; vgl. Peltzer, M. (1996), Steuer- und Rechtsfragen bei der Mitarbeiterbeteiligung und der Einräumung von Aktienoptionen (Stock Options), in: AG, 7/1996, S. 307

[123] Vgl. Baeck, U., Diller, M. (1998), Arbeitsrechtliche Probleme bei Aktienoptionen und Belegschaftsaktien, in: DB, Heft 27/28 vom 10.07.1998, S. 1405

[124] Chingos, P. T. (2002), Paying for Performance, A Guide to Compensation Management, Second Edition, New York, p. 191

[125] Vgl. Kessler, M., Babel, M. (2003), Handbuch Stock Option, München, S. 39

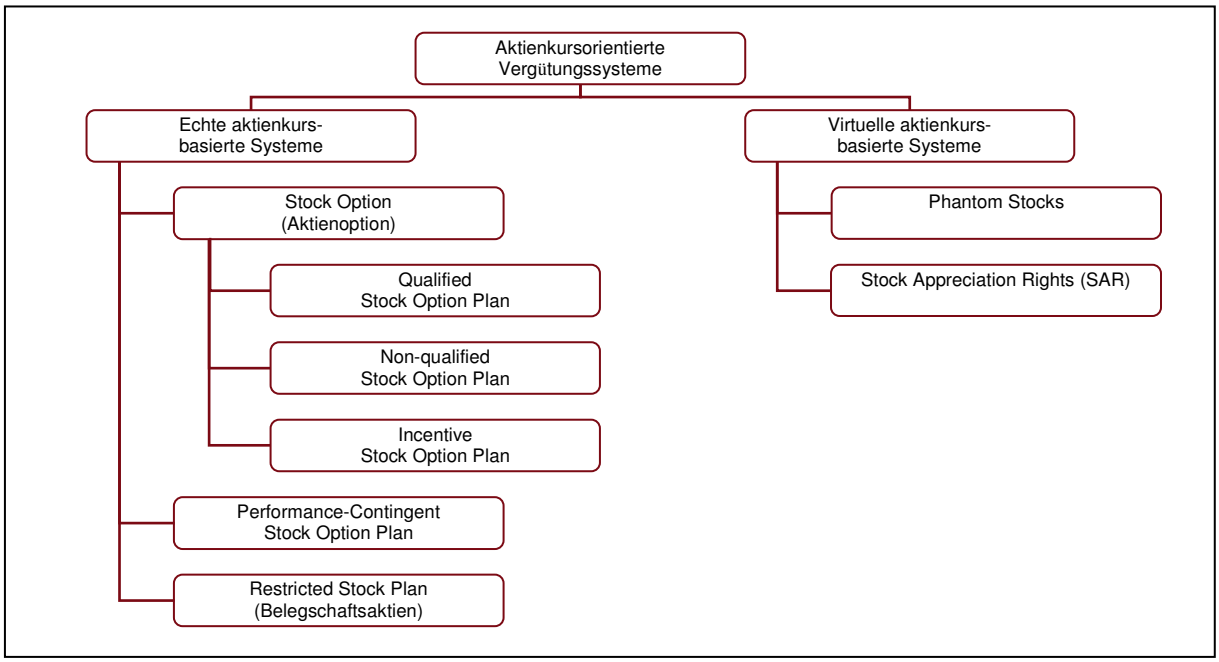


Abbildung 10: Übersicht über aktienbasierte Beteiligungsprogramme
Quelle: Eigene Darstellung

5.1.2 Qualified Stock Option Plan

Qualified Stock Option Plans (QSOP) waren bis Mitte der siebziger Jahre in den USA eine häufig eingesetzte Gestaltungsvariante von Aktienoptionsprogrammen zur Mitarbeiterbeteiligung. Einer Marktstudie zufolge hatten ca. 90 % aller Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mehr als 100 Millionen Dollar derartige Pläne als Beteiligungsinstrument implementiert.[126] Die Pläne sind dadurch gekennzeichnet, dass innerhalb eines Zeitraumes von 10 Jahren in Abhängigkeit von zuvor festgelegten operativen Zielen Aktienoptionen periodisch an die bezugsberechtigten Führungskräfte vergeben werden. Dabei sind folgende Programmrestriktionen zu beachten:

- Der vereinbarte Bezugspreis darf am Tag der Ausgabe nicht unter dem Marktpreis des relevanten Tages liegen.

[126] Vgl. Carey, J. F. (1999), Successors to the qualified stock option, Harvard Business Review, Jan./Feb. 1978, p. 140; in: Spenner, E., Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, Göttingen, 1999, S. 33

- Innerhalb von 5 Jahren nach Ausgabe sind die Aktienoptionen in Aktien einzutauschen, welche anschließend innerhalb von 3 Jahren dann zu veräußern sind.

- Wichtig ist, dass die Optionsrechte nur in der Reihenfolge ihrer Ausgabe ausgeübt werden dürfen.

- Ein Bezugsberechtigter darf nicht mehr als max. 5 % der im Rahmen des Qualified-Stock-Option-Programms stehenden Aktien besitzen. [127]

Diese Ausgestaltungsvorgaben führten dazu, dass die Optionsinhaber in der Phase der damals relativ häufigen Kursrückschläge an den Aktienmärkten Optionen hielten, die sie nicht gewinnbringend eintauschen konnten, weil deren Basispreise unter dem aktuellen Kursniveau lagen. Gleichzeitig durften aufgrund der vorgegebenen Ausübungsreihenfolge jüngere Optionen mit geringeren Basispreisen nicht in den Ausübungsprozess gegeben werden.[128] Aufgrund dieser Probleme und der fehlenden Anreizwirkung hat sich der Einsatz dieser Programme schrittweise reduziert, und es wurden flexiblere Programme wie z. B. der so genannte Non-Qualified Stock Option Plan entwickelt.

5.1.3 Non-Qualified Stock Option Plan

Bei der Gestaltungsvariante des Non-Qualified Stock Option Plan (NQSOP) erhalten die Bezugsberechtigten ebenfalls Optionen, welche sie in Aktien zu einem im Voraus festgelegten Ausübungspreis bei gleichzeitiger Berücksichtigung eines vorgegebenen Zeitfensters eintauschen dürfen. Hierbei jedoch finden die zwingenden Reglementierungen des QSOP keine Anwendung. Der Bezugspreis darf hier niedriger oder auch höher als der Aktienkurs am Tag der Ausgabe festgelegt werden. Ebenso entfällt eine zeitliche Einschränkung hinsichtlich der Inanspruchnahme der erworbenen Aktienoptionen. Gleiches gilt auch für den Verkauf

[127] Vgl. Becker, F. (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Stuttgart, S. 38
[128] Vgl. Spenner, E. (1999), Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, Göttingen, S. 33

der Aktien. Im Gegensatz zu dem QSOP besteht hier auch die Möglichkeit, Beteiligungen oberhalb der 5-%-Grenze einzuräumen.[129]

5.1.4 Incentive Stock Option Plan

In den USA wurde der QSOP in erster Linie von dem Incentive Stock Option Plan (ISOP) abgelöst, der in zunehmendem Maße in die Vergütungspolitik der Unternehmen aufgenommen wurde. Die Optionsinhaber erhalten auch hier das Recht, Aktien zu einem vorab festgelegten Preis innerhalb einer bestimmten Zeitperiode zu erwerben. Einschränkungen bestehen in der Hinsicht,

- dass der (zum Ausgabezeitpunkt berechnete) Wert der Optionen, die für eine Person in einem Jahr erstmals zur Ausübung anstehen, den Betrag von 100.000 US-Dollar nicht überschreiten darf,
- dass der vorab festgelegte Bezugspreis mindestens den Marktpreis am Tag der Zuteilung widerspiegeln muss
- und dass die durch Ausübung zu erwerbenden Aktien in einer Zeitperiode von nicht länger als 10 Jahren in der Reihenfolge der Zuteilung der Aktienoptionen erworben werden müssen.

5.1.5 Performance-Contingent Stock Option Plan (PCSOP)

Die aktienbasierten Vergütungsmodelle der ersten und folgenden Generation sind durch ihre alleinige Koppelung an den Aktienkurs als Bemessungsgrundlage für einen möglichen Ausübungsgewinn in jüngster Zeit in die Kritik geraten. Es wird versucht, diese Kritik bei der Konzeption von PCSOP stärker zu berücksichtigen. Im Rahmen eines PCSOP wird die Möglichkeit der Ausübung u. a. an die Erreichung zuvor festgelegter operativer Ziele gekoppelt, um eine alleinige oder hauptsächliche Bindung an den Aktienkurs, der ohnehin nur partiell von den Bezugsberechtigten beeinflusst werden kann, zu vermeiden. Auf diesem Wege soll die tatsächlich vom Management beeinflussbare Zielerreichung stärker gewichtet werden. Als Bemessungsgrundlagen kommen unterschiedliche Kennziffern in Betracht, zu denen

[129] Kessler, M., Babel, M. (2003), Handbuch Stock Option, S. 38; vgl. Becker, F. (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Stuttgart, 1990, S. 38

u. a. der Economic Value Added[130], Cashflow Return on Investment und andere vergleichbare Indikatoren zählen.

Die Auswahl einer für das Unternehmen geeigneten Kennziffer ist von verschiedenen Faktoren abhängig. Dazu zählen eine Reihe unterschiedlicher Rahmenfaktoren wie z. B. die Verfügbarkeit der Kennziffern aus dem Rechnungswesen, vor allem aber die Art der betriebswirtschaftlichen Kenngrößen, die in der betreffenden Unternehmung als Steuerungsgrößen zum Einsatz kommen.[131] Die Vernetzung des Aktienkurses mit ausgewählten zusätzlichen Bemessungsgrößen sind zumeist durch "Und-Verbindungen" verknüpft. Wird das operative Erfolgsziel(-bündel) nicht erreicht, so verfällt das Ausübungsrecht, unabhängig davon, wie positiv sich der Aktienkurs entwickelt hat.[132] In der Literatur werden diese Pläne auch als Performance Share Plans bzw. Performance Unit Plans bezeichnet, wobei in der Ausgestaltung kleinere Unterschiede zu beachten sind. Im Gegensatz zu einem Performance Share Plan werden bei einem Performance Unit Plan z. B. so genannte Beteiligungseinheiten gewährt, deren Werte unabhängig vom Aktienkurs ermittelt werden.[133] Die Einheiten werden dem Bezugsberechtigten in bar oder auch in Form von Aktien ausbezahlt.[134]

5.1.6 Restricted Stock Option Plan

Zur Vervollständigung dieser Darstellung, die sich vor allem auf die in den USA gängigen Formen der aktiengestützten Mitarbeiterbeteiligung bezieht, wird im Folgenden der Programmtyp des Restricted Stock Option Plan beschrieben. Dieser ist einem konventionellen Belegschaftsaktien-Programm ähnlicher als einem Aktienoptionsprogramm, da der festgelegte Bezugspreis für die Begünstigten hier in aller Regel nur kurze Zeit gültig ist. Im Rahmen eines Restricted Stock Option Plan werden den berechtigten Personen eine bestimmte Anzahl von Aktien zugewiesen. Die Zuteilung erfolgt i. d. R. unentgeltlich bzw. es wird den Mitarbeiter die Möglichkeit eingeräumt, Aktien der Unternehmung zum aktuellen Marktpreis mit einem

[130] Entwickelt von der Unternehmensberatung Stern Stewart
[131] Vgl. Herter, R. (1994), Unternehmenswertorientiertes Management, Strategische Erfolgsbeurteilung von dezentralen Organisationseinheiten auf der Basis von Wertsteigerungsanalysen, München; vgl. Brunner, J. (1999), Value-Based Performance Management, Wertsteigernde Unternehmensführung: Strategien – Instrumente – Praxisbeispiele, Wiesbaden
[132] Vgl. Spenner, E. (1999), Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, Göttingen, S. 40
[133] Vgl. Becker, F. (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Stuttgart, S. 46–47
[134] Vgl. Kessler, M., Babel, M. (2003), Handbuch Stock Option, München, S. 42–43

zinsgünstigen Kredit zu erwerben. Reglementierungen bestehen in der Hinsicht, dass die Aktien erst nach Ablauf einer bestimmten Frist (i. d. R. 3–5 Jahre) verkauft werden dürfen. Auch ist möglich, das Programm so auszugestalten, dass der Verkauf an die Erreichung bestimmter Ziele gekoppelt wird.[135] Anschließend kann der Begünstigte uneingeschränkt über die Aktien verfügen. Der Begünstigte hat auch in der Phase der Verfügungsbeschränkung Stimmrechte und Anspruch auf Dividendenzahlung wie ein gewöhnlicher Aktionär. Analog zu den virtuellen Programmen entsteht für die Unternehmung ein Abfluss an liquiden Mitteln. Die Höhe ergibt sich aus dem Verkehrswert der Aktien zum Zeitpunkt der Zuteilung und ist über den Zeitraum der Verfügungsbeschränkung zu verteilen.[136]

5.2 Virtuelle aktienkursbasierte Vergütungsprogramme

5.2.1 Phantom Stocks

Bei einem Phantom-Stocks-Programm wird die Entlohnung ebenfalls an der Kurssteigerung des Unternehmens ausgerichtet. Allerdings erhält der Bezugsberechtigte keine wirklichen Aktienoptionen, sondern fiktive Aktien, die auch Phantomaktien genannt werden.[137] Der Aktienkurs dient hier als Ausgangsgröße für die Höhe der erfolgsorientierten Beteiligung.[138]
Diese Form der wertorientierten Mitarbeiterbeteiligung wird sowohl in börsennotierten Unternehmen als auch für Personengesellschaften durchgeführt. Während bei börsennotierten Unternehmen der anteilige Wert des Eigenkapitals am Aktienkurs abzulesen ist, muss bei nicht börsennotierten Gesellschaften der Wert mithilfe einer Unternehmensbewertung bestimmt werden.

Die Ausgestaltungsvarianten sind analog zu denen der Aktienoptionsprogrammen und anderen hier vorgestellten Formen möglich; so ist z. B. der Einbau von Sperrfristen und zusätzlichen Ausübungshürden möglich.[139] Die relevanten Unternehmen müssen hierbei insbesondere darauf achten, dass für die möglicherweise entstehenden Aufwendungen zu Beginn der Planperiode

[135] Vgl. Becker, F. (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Stuttgart, S. 37
[136] Vgl. Kessler, M., Babel, M. (2003), Handbuch Stock Option, S. 41
[137] Vgl. Weiß, D. (1999), Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln, S. 2; vgl. Baums, T. (1997), Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Arbeitspapiere
[138] Vgl. Spenner, E. (1999), Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, Göttingen, S. 42

Rückstellungen gebildet werden.[140] Im Gegensatz zur Einräumung von Aktienoptionen belastet ein Phantom Stock durch die Barauszahlung an die Berechtigten die Liquidität der Unternehmung. *"Of course, cash awards, on a phantom option basis or through a more traditional performance award program, address the liquidity question*."[141]

5.2.2 Stock Appreciation Rights (SAR)

Bei der Anwendung dieser Modellvariante bietet sich für das Unternehmen die Möglichkeit, die Bonuszahlungen an die Mitarbeiter direkt an die Entwicklung des Aktienkurses anzulehnen.[142] Diese so genannten Wertsteigerungsrechte verbriefen für den Begünstigten das Recht, in Form von Barzahlungen an der Steigerung des Aktienkurses zu partizipieren.[143] Den Begünstigten kann das Recht eingeräumt werden, in der Höhe der Wertsteigerung Aktien des Unternehmens zu beziehen oder eine Barzahlung zu wählen.[144]

Ebenso wie bei den oben beschriebenen Phantom-Stock-Programmen muss das Auszahlungsprofil eines SAR nicht notwendigerweise nur an der Aktienkurssteigerung orientiert sein, sondern kann auch an den Grad der Erreichung operativer und strategischer Ziele gekoppelt werden, um das Verhalten der Berechtigten in die gewünschte Richtung zu lenken. Bei der Beteiligungsform der Stock Appreciation Rights erfolgt keine direkte Beteiligung am Kapital der Unternehmung, sondern es handelt sich um ein rein virtuelles Programm. Im Fall einer Auszahlung führt diese Beteiligungsform aber ebenfalls zu einem Liquiditätsabfluss. Die entsprechenden Aufwendungen sind als Personalaufwand zu verbuchen, damit aber auch gleichzeitig steuerlich abzugsfähig.[145]

---

[139] Vgl. Weiß, D. (1999), Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln, S. 21
[140] Kessler, M., Babel, M. (2003), Handbuch Stock Option, S. 42
[141] Chingos, P. T. (Editor) (2002), Paying for Perfomance – A Guide to Compensation Management, New York, p. 199
[142] Vgl. Binz, M, Sorg, M. (2002), Erfolgsabhängige Vergütung von Vorstandsmitgliedern einer Aktiengesellschaft auf dem Prüfstand, in: Betriebs-Berater, 57. Jg., Heft 25, 19. Juni 2002, S. 1275
[143] Vgl. Eberhartinger, E., Engelsing, L. (2001), Zur steuerlichen Behandlung von Aktienoptionen bei den optionsberechtigten Führungskräften, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 2/2001, S. 100
[144] Vgl. Kessler, M., Babel, M. (2003), Handbuch Stock Option, S. 43
[145] Vgl. Harrer, H. (2000), Mitarbeiterbeteiligungen und Stock-Option-Pläne, München, S. 7; vgl. Wenger, E., Knoll, L., Kaserer, C. (1999), Stock Options, in: WiSt, Heft 1, Januar, 1999, S. 36

5.3 Fazit zu aktienbasierten Beteiligungsprogrammen

Die vorangestellten Modellvarianten von Aktienoptionen zeigen den wesentlichen Ausschnitt von denen für die Intensivierung von Führungskräften und nachgelagerten Mitarbeitergruppen eingesetzten Programmen. Alle Programme haben gemeinsam, dass als Leistungsindikator der Aktienkurs als Performance-Maßstab herangezogen wird. Darüber hinaus gibt es aufbauend auf diesen Modellen weitere spezifische Programme, die je nach Zielsetzung des Unternehmens zusätzliche Gestaltungsvarianten aufweisen. Wichtig hierbei ist, dass sich die Ausgestaltung der Programme an den Zielsetzungen des Unternehmens orientiert. Nicht ohne Grund sind insbesondere die Programme der "ersten und zweiten Generation" Anfang der neunziger Jahre durch ihre fehlenden Leistungsindikatoren in Verruf geraten und damit einhergehend eine offensichtliche Selbstbedienungsmentalität der bezugsberechtigten Manager in der öffentlichen Diskussion angeprangert worden.

Diese berechtigte Kritik hat sich im Wesentlichen auf die Aktienoptionsprogramme bezogen, bei denen die Manager unabhängig von etwaigen zu erreichenden Kurs- oder operativen Zielen ihr bestehendes Paket an Optionen ohne Leistungsnachweis ausüben konnten. Diese Lücke wurde mit den relevanten Paragraphen im Aktiengesetz und KonTraG weitgehend geschlossen. Des Weiteren sind für die Ausgestaltung dieser Programme entsprechende Gestaltungsempfehlungen im "Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK)" hinterlegt (vgl. Kapitel 7).

Festzuhalten bleibt, dass im Rahmen der Diskussion um das Shareholder-Value-Konzept aktienbasierte Beteiligungsmodelle weiterhin an Bedeutung gewinnen, sich aber hinschtlich der Ausgestaltung eine höhere Sensibilität bei den beteiligten Gruppen, hier insbesondere Aufsichtsräte und Vorstände, aufgrund der gestiegenen öffentlichen Kritik eingestellt hat. Die steigende Globalisierung und der zunehmende Rekrutierungswettbewerb um qualifizierte Führungskräfte rücken diese Programme in den Mittelpunkt der Diskussion über adäquate Systeme, die sich in der Regeli. d. R. in Long- und Short-Term-Programme für die relevanten Führungskräfte untergliedern. Insbesondere die institutionellen Investoren beziehen bei ihren Unternehmensanalysen und Kaufentscheidungen die Beteiligungsprogramme der oberen Führungsebenen mit ein. Der Fokus der Analyse liegt auf den vereinbarten Leistungsindikatoren und dem Abgleich, inwieweit die aufgelegten Systeme mit den operativen sowie strategischen Zielsetzungen des Unternehmens korrelieren. Aus

diesem Grund sind und bleiben Aktienoptionsprogramme zumindest für die börsennotierten Unternehmen ein wesentlicher Bestandteil der Vergütungssystematik für die obere Management-Ebene.

6 Shareholder Value aus Sicht der unterschiedlichen Interessengruppen

6.1 Grundgedanke des Shareholder Value

Der Begriff "Shareholder Value" wurde ursprünglich in der amerikanischen Literatur geprägt und hat mit den ersten Veröffentlichungen und Abhandlungen zu diesem Thema von Alfred Rappaport Ende der achtziger Jahre auch die Diskussion in Europa bzw. Deutschland über eine wertorientierte Unternehmensführung im Sinne der Anteilseigner mit initiiert. Rappaport definiert in seinen Ausführungen die Wertgenerierung als übergeordnetes Handlungsziel für das Management.[146] Der Vorstand hat seine Leitungstätigkeit so auszugestalten, dass seine Entscheidungen zu einer maximalen Wertgenerierung führen.[147] Neben dem Konzept des Shareholder Value gibt es weitere Ansätze[148], die auf vergleichbaren Überlegungen basieren und die Wertorientierung in den Fokus der Management-Aufgabe stellen. In diesem Kontext werden neben Shareholder Value ebenfalls synonyme Begriffe wie Wertemanagement, wertorientierte Unternehmensführung etc. verwendet, die inhaltlich die gleiche Zielrichtung markieren, nämlich die Ausrichtung der Unternehmensführung auf die Interessen der Anteilseigner bzw. Aktionäre.

Als primäres Ziel rückt der Shareholder-Value-Ansatz die Entwicklung des Eigentümervermögens in den Fokus seiner Betrachtung und versucht, die Maximierung des Marktwerts des Eigenkapitals zu erlangen. Grundlage bildet die Bewertung des freien Cashflows verbunden mit dem Vorteil, dass eine Verzerrung durch buchhalterische Maßnahmen im Rahmen der Rechnungslegung vermieden wird.[149] Die Notwendigkeit für das Shareholder-Value-Konzept wird wesentlich in der unbefriedigenden Eignung der herkömmlichen Erfolgsgrößen zur Messung des unternehmerischen Erfolgs einer Investition gesehen.[150] Diese Kritik bezieht sich

---

[146] Vgl. Rappaport, A. (1986), Creating Shareholder Value – The New Standard for Business Performance, New York und London, p. 81

[147] Vgl. Spenner, E. (1999), Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern – Eine Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen für Aktienoptionsmodelle nach bisherigem Aktienrecht und nach dem KonTraG, Göttingen, S. 73

[148] Anmerkung: Es gibt Unternehmensberatungen, die in Anlehnung an Shareholder Value Berechnungsmethoden für die Ermittlung von wertorientierten Kennziffern entwickelt haben. Dazu zählt z. B. das Economic Value Added (EVA®) Konzept, entwickelt von der Stern Stuart Unternehmensberatung

[149] Vgl. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1998), Unternehmenswert, Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. aktualisierte u. erw. Aufl., Frankfurt und New York, S. 14

[150] Vgl. Schredelseker, K. (2002), Shareholder Value: Was sonst?, S. 60, in: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Wien, S. 43–63

sowohl auf absolute wie auch auf relative Erfolgsgrößen aus dem Rechnungswesen. Buchhalterische Kennzahlen sind durch bilanzielle Maßnahmen seitens des Managements beeinflussbar und eignen sich somit nicht als Indikator der Management-Leistung.[151] Die wesentlichen Kritikpunkte dieser Maßzahlen beziehen sich auf die folgenden fehlenden Eigenschaften:[152]

- Fehlende Berücksichtigung von Zeitpräferenzen
- Fehlende Berücksichtigung von Risikopräferenzen
- Fehlender Vergleichsmaßstab
- Verhaltensanreize zur Fehlsteuerung
- Verhaltensanreize zur Manipulation

Aus der Sicht des Shareholder-Value-Ansatzes wird für den Investor erst dann ein Mehrwert generiert, wenn die Rendite der geplanten Investition über den Kapitalkosten liegt. Der ökonomische Kerngedanke, der sich dahinter verbirgt, ist, dass sich eine Investition für Investoren nur dann rentiert, wenn die potenziell zu erzielende Rendite höher ist als die einer alternativen Kapitalanlage mit vergleichbarem Risiko.[153]

Für die Anteilseigner gibt es verschiedene organisatorische Maßnahmen, die Interessen des Managements mit denen der Anteilseigner zu vernetzen. Die bekannteste Methode ist die Gewährung von Aktienoptionen, die im Rahmen der Corporate-Governance-Diskussion auch in Deutschland zunehmend an Bedeutung gewonnen hat.[154] Inwieweit dieses Instrumentarium geeignet ist, die Interessenkonvergenz der beiden Gruppen zu minimieren, wird ausführlich in Kapitel 9 analysiert. Für börsennotierte Unternehmen erfolgt die Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis auf Basis des Capital Asset Pricing Models (CAPM) oder auch des Arbitrage Pricing Models.[155] Es ist nicht Gegenstand der vorliegenden

[151] Vgl. Kramarsch, M. H. (2000), Aktienbasierte Management-Vergütung, Stuttgart, S. 19
[152] Winter, S. (1999), Optionspläne als Instrument wertorientierter Management-Vergütung, Frankfurt am Main, S. 6–7
[153] Vgl. Denoke, G., Rohn, A. (1999), Steuerungsgrößen der wertorientierten Unternehmensführung bei Mannesmann, S. 149, in: Bühner, R., Sulzbach, K., Wertorientierte Steuerungs- und Führungssysteme, Shareholder Value in der Praxis, Passau, S. 139–154
[154] Vgl. Utzig, S. (2002), Corporate Governance, Shareholder Value und Aktienoptionen – die Lehren aus Enron, Worldcom und Co, in: Die Bank, Ausgabe 09/2002, S. 594 (594–597)
[155] Vgl. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1998), Unternehmenswert, Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. aktualisierte u. erw. Aufl., Frankfurt und New York, S. 155ff.

Dissertation, die Komplexität dieses Berechnungsverfahrens über Wertsteigerungsanalysen (z. B. Kapitalisierungszinsfuß, Freier Cashflow, Marktwertmethoden, Capital Asset Pricing etc.) im Detail zu erläutern. Diese werden aufgrund der Vollständikgeit lediglich genannt und für umfangreichere Ausführungen auf die einschlägige Literatur zu diesem Thema verwiesen.[156]

In der Literatur und der öffentlichen Diskussion wird differenziert zwischen den Shareholdern einerseits, das heißt den Anteilseignern, und den Stakeholdern andererseits, die in einem bestimmten Verhältnis bzw. in Abhängigkeit zum Unternehmen stehen, aber keine Anteile am Eigenkapital halten. Im Folgenden wird der Versuch unternommen, den Einfluss des Shareholder-Value-Konzepts auf die unterschiedlichen Interessengruppen näher zu beschreiben und mögliche Konfliktpotenziale aufzuzeigen.

6.2 Investorenstruktur

In Bezug auf die aktuelle Diskussion zu der Shareholder-Value-Entwicklung wird den Investoren eine besondere Bedeutung beigemessen. Dieses ist insbesondere unter den aktuellen gesellschaftlichen, ökologischen und Globalisierungsbedingungen zu sehen, da dem Kapitalgeber die größte Definitionsmacht und damit Einflussmöglichkeit zugesprochen wird. Unter der Einbindung von professionellen Vermittlern und Anlegern (Fonds, Banken, Pensionskassen) verfolgt dieser das Ziel, sein finanzielles Portfolio möglichst effizient einzusetzen, damit eine entsprechende Rendite erwirtschaftet wird.[157] Eine daraus resultierende Folge ist, dass sich der Kapitalgeber aufgrund der bestehenden Anonymität nicht direkt mit den Belangen und Sorgen der Mitarbeiter und den Kunden auseinander setzen muss. Sein Kapital ist mobil, und er kann sich bei entsprechender Analyse der internationalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen frei nach dem Kapitalmarkt richten und Trends mithilfe entsprechender Investitionsvorhaben aufgreifen. Gerade diese Anonymität bietet ihm einen erheblichen Spielraum zur Wahrung und Durchführung seiner

[156] Vgl. u. a. zu diesem Thema: Herter, R. N. (1994), Unternehmenswertorientiertes Management, strategische Erfolgsbeurteilung von dezentralen Organisationseinheiten auf der Basis der Wertsteigerungsanalyse, München; Brunner, J. (1999), Value-Based Performance Management, Wiesbaden; Bruhn, M., Lusti, M., Müller, W. R., Schierenbeck, H., Studer, T. (1998), Wertorientierte Unternehmensführung, Wiesbaden, Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1993), Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt am Main; Rappaport, A. (1998), Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors, New York; Ehrhardt, M. C. (1994), The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital, Boston

[157] Vgl. Müller, W. R. (1998), Welche Welten sollen gelten – oder: Was ist der Mitarbeiter wert, in: Bruhn, M. (Hrsg.), Wertorientierte Unternehmensführung, Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, Wiesbaden, S. 233

Interessen, da seine aktuellen und geplanten Aktivitäten selten in der Öffentlichkeit im Vorfeld kommuniziert und damit kritisierbar gemacht werden. *"Es gibt ihn, aber er tritt nicht auf. Er ist ‚Idee'... und als ‚Idee' dennoch ungeheuer mächtig. Er ist für die moderne Wirtschaft der ‚unsichtbare Gott'."*[158] Seinen Mehrwert erzielt er mit der Aktie und nicht mit dem Unternehmen.

Die Diskussionsbeiträge, die sich mit der von der Politik angestoßenen Polarisierung über "die Finanzinvestoren als Heuschreckenplage"[159] befassen, reflektieren die Bedeutung dieses Themas für die Gesellschaft. Die Investoren stellen aber keine homogene Gruppe dar, sondern sie unterscheiden sich u. a. auch hinsichtlich ihrer persönlichen Zielsetzungen, Kapitalverfügbarkeiten, ihren Erwartungshaltungen und ihrem regionalen Aktionsgrad.[160] Der Begriff Investor bzw. Aktionär umfasst unterschiedliche Gruppen von Personen, die in Abhängigkeit zu ihrer Größe und Finanzkraft somit unterschiedliche Steuerungsmöglichkeiten in der Wirtschaft ausüben können. Wie von der Shareholder-Value-Theorie zugrunde gelegt, gibt es nicht die rational agierenden Aktionäre, die als Gruppe einheitliche und transparente Ziele verfolgen. Grundsätzlich lässt sich für die Gruppe der Aktionäre folgende Untergliederung finden:

- Kleinaktionäre
- Große institutionelle Investoren
- Mehrheitsaktionäre bzw. Aktionäre mit einem beherrschenden Einfluss[161]

Der mögliche Einfluss dieser Aktionärsgruppen ist aufgrund der unterschiedlichen Größenordnungen und Zielsetzungen verschiedenartig ausgeprägt. Die Kleinaktionäre haben wegen ihres geringen und nicht gebündelten Finanzvolumens nur einen geringen Einfluss auf den aktuellen Aktienkurs. Ähnliches gilt für die Mehrheitsaktionäre, die aufgrund ihres überwiegend langfristigen Engagements einen geringen Einfluss ausüben. Der Aktienkurs wird in erster Linie von den großen institutionellen Investoren beeinflusst, die aufgrund ihrer Kapitalverfügbarkeit

[158] Kratz, P. (2002), Shareholder Value versus Corporate Values oder: Wo bleibt der Unternehmer?, in: Siegwart, H., Mahari, J., Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel, S. 79
[159] Vgl. Steltzner, H. (2005), Kapitalismuskritik, Vom Nutzen der Heuschrecken, in: Faz.net, 02.05.2005
[160] Ferstl, J. (2000), Managervergütung und Shareholder Value: Konzeption einer wertorientierten Vergütung für das Top-Management, Wiesbaden, S. 54
[161] Vgl. Lehner, U., Beynio, C. (1998), Finanzkommunikation als Bestandteil wertorientierter Unternehmensführung, in: Bruhn, M. (Hrsg.), Wertorientierte Unternehmensführung, Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, Wiesbaden, S. 643

nachhaltig durch ihre Transaktionstätigkeiten auf den Aktienkurs einwirken. Durch gezielte Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen und der damit einhergehenden Bündelung von Kapital wirkt ein höherer Hebel hinsichtlich der Öffentlichkeitswirkung und damit auch auf den Kursverlauf der Aktie. Die Heterogenität dieser Gruppe spiegelt sich auch in den unterschiedlichen möglichen Anlagenszenarien wider, sodass die Interessen in einigen Fällen sogar kollidieren können. Während die Kleinaktionäre auf hohe Dividendenausschüttungen und Aktienkurse setzen, können Mehrheitsaktionäre andere Ziele verfolgen wie z. B. langfristige Beteiligungsstrategien, Erschließung neuer Märkte, Ausnutzen von Steuervorteilen, Ausübung von Kontroll- und Einflussnahmerechten etc.

Gleiches gilt für institutionelle Investoren, die ihre Transaktionsstrategien u. a. auch an der steigenden Globalisierung der Finanzmärkte ausrichten. Auch steigt der Anteil ausländischer Investoren am deutschen Aktienkapital kontinuierlich an. Der Großteil des Aktienbesitzes verteilt sich auf Banken, Versicherungen und Industriefamilien und 12 % befindet sich in ausländischer Hand. Diese Verteilung soll nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Beteiligungen ausländischer Investoren an führenden Unternehmen wie Mannesmann, Bayer, VEBA, Commerzbank oder Deutsche Bank auf 40 % bis 60 % angewachsen sind.[162] Diese Verteilung zeigt auch den steigenden Einfluss ausländischer Investorengruppen auf die Unternehmensentwicklung und -strategie.

Diese Tendenz impliziert, dass sich auch das deutsche Top-Management intensiv mit diesen Investorengruppen auseinander setzen muss, um im steigenden Globalisierungstrend wirtschaftlich bestehen zu können. Rückläufige Aktienkurse und die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte führen dazu, dass sich das Management um die Gunst der Investoren ebenfalls bemühen muss.[163] Hierbei kommt dem Management eine Schlüsselfunktion zu, da es die unterschiedlichen Stakeholder-Interessen austarieren und in die wirtschaftlichen, sozialen und gesellschaftlichen Aspekte der Unternehmensführung einbeziehen muss. Unter dem Gesichtspunkt der Shareholder-Value-Bewegung ist diese Aufgabe in Deutschland

[162] Vgl. Bühner, R., Sulzbach, K. (1999), Wertorientierte Steuerungs- und Führungsinstrumente, Passau, S. 6
[163] Vgl. Weber, J., Bramsemann, U., Heineke, C., Bernhard, H. (2002), Value Based Management erfolgreich umsetzen, Vallendar, S. 7

eher zu bewältigen als in den USA, da dort den Aktionären ein wesentlich größeres Gewicht beigemessen wird, als dies in Europa der Fall ist.[164]

6.3 Management und Anreizwirkung von Shareholder Value

Gem. § 76 (1) und § 93 AktG hat der Vorstand unter eigener Verantwortung die Gesellschaft zu leiten. Eine explizite Berücksichtigung der Stakeholder-Interessen ist im Gesetz nicht vorgesehen. Es obliegt somit dem Vorstand, eine entsprechende Gewichtung der unterschiedlichen Interessenlagen vorzunehmen und diese in seinen Entscheidungsfindungsprozess einfließen zu lassen. Dabei sind natürlich entsprechende Gesetze, Vereinbarungen usw. zu berücksichtigen. Das es sich hierbei um eine schwierige Aufgabe handelt, lässt sich schon aus den Erläuterungen im vorabgestellten Kapitel über die Investorenstruktur ableiten. Gravierender als die Interessendivergenzen innerhalb der Gruppe der Anteilseigner sind die unterschiedlichen Interessenlagen der übrigen Stakeholder, insbesondere die der Arbeitnehmer (vgl. Kapitel 6.4).

6.3.1 Kapitalmarkt

Bei der Wahrnehmung der Vorstandsaufgaben auf Basis der oben erwähnten Paragraphen des Aktiengesetzes hat der Vorstand wegen der steigenden Internationalität der Kapitalmärkte die Einflüsse aus diesen Märkten zu berücksichtigen. *"Man sollte vor allem nicht außer Acht lassen, dass man den Markt nicht ausschließlich aus der Sicht des eigenen Landes betrachten kann, sondern dass es im Zeitalter der Globalisierung und der weltweiten Öffnung der Märkte vor allem auf eine weltweite Sicherstellung der Finanzierung ankommt."* [165]

Die Finanzierungssituation des Unternehmens hängt u. a. von einer effektiven Finanzierung durch Eigenmittel in Form der Emission neuer Aktien am Markt ab. Die Erschließung neuer Anlegerkreise – z. B. bei internationalen institutionellen Investoren – erhöht die Möglichkeit, höhere Börsenkurse am Markt zu erzielen und das für die Expansion notwendige Kapital zu beschaffen.[166] Um im globalen

[164] Vgl. Siegwart, H. (1998), Kennzahlen für die Unternehmensführung, Stuttgart, S. 46
[165] Westphal, M. (2002), Shareholder Value: Offene Karten oder Vorsichtsprinzip? Die Vor- und Nachteile für den Aktionär, S. 144, in: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, München
[166] Vgl. Beelitz, F F. (2002), Shareholder Value und Kapitalmarktorientierung im bundesdeutschen Umfeld im Umbruch, S. 578, in: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, München

Wettbewerb um Kapital wirtschaftlich bestehen zu können, hat sich der Vorstand an diesen Bedingungen zu orientieren und wird insofern aufgefordert, seine Unternehmenssteuerung an den Grundsätzen des Shareholder-Value-Gedankens auszurichten.[167]

In diesem Zusammenhang gilt es auch zu beachten, dass die wachsende Konzentration von Anlageentscheidungen in den Händen von einigen Investmentgesellschaften dazu führt, dass relativ wenig Akteure auf das Marktgeschehen Einfluss nehmen. Die in Kapitel 6.2 erwähnten institutionellen Anlagegesellschaften verwenden bei ihren Analysen den Shareholder-Value-Ansatz und richten danach ihre Anlagestrategie aus. Insbesondere international agierende Unternehmen müssen sich mit dieser Situation beschäftigen, wenn sie im globalen Wettbewerb um Kapital nicht ins Hintertreffen geraten wollen und damit Gefahr laufen, Renditeeinbußen hinzunehmen. Dieses trifft insbesondere auf börsennotierte Gesellschaften zu. Allerdings darf der Einfluss des Kapitalmarkts auch nicht zu hoch eingeschätzt werden. Ebenso spielt die Fremdfinanzierung eine wesentliche Rolle im Rahmen der Unternehmensfinanzierung. In zahlreichen Unternehmen übersteigt die Fremdkapitalfinanzierung die Eigenkapitalfinanzierung und damit wird deutlich, dass der Argumentation für die Notwendigkeit einer nachhaltigen und einseitigen Ausrichtung auf die internationalen Kapitalmärkte nur eingeschränkt zu folgen ist.[168]

6.3.2 Principal-Agent-Theory

Im Rahmen der Principal-Agent-Theory werden die Aktionäre als „Principal“ und das Management als „Agent“ bezeichnet. Die Aktionäre werden selbst unternehmerisch nicht tätig, sondern sind überwiegend an einer rentablen Kapitalanlage interessiert. Sie beauftragen fremde Manager mit der Führung des Unternehmens mit dem Ziel, dass diese für sie eine möglichst hohe und langfristig stabile Kapitalrendite erzielen. Die Interessenlage der Aktionäre und des Managements richtet sich aber nicht ausschließlich an einheitlichen und homogenen Zielsetzungen aus. Vielmehr kommt es zu einer Interessendivergenz, da beide Parteien unterschiedliche Zielsetzungen

[167] Vgl. Bühner, R., Tuschke, A. (1999), Wertmanagement – Rechnen wie ein Unternehmen, S. 8, in: Bühner, R. Sulzbach, K. (Hrsg.), Wertorientierte Steuerungs- und Führungsinstrumente, Shareholder Value in der Praxis, Frankfurt

[168] Vgl. von Werder, A. (1998), Shareholder-Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, NR 1998, S. 69; vgl. Schmidt, St. (1998), Nicht Shareholder-Orientierung, sondern Stakeholder-Orientierung, Ingolstadt, S. 11

verfolgen können.[169] Die Theorie befasst sich mit einer optimalen Ausgestaltung der Vertragsbeziehungen zwischen diesen beiden Parteien, um die unterschiedlichen Zielsetzungen weitgehend anzugleichen.[170]

Die Aktionäre verfolgen primär das Ziel, für ihr eingesetztes Kapital eine möglichst hohe Wertsteigerung zu erzielen. Die Zielvorstellung gilt dann als erfüllt, wenn der Wert und damit der Wert ihrer gehaltenen Anteile entsprechend ihrer Erwartungen gestiegen ist. Nicht monetäre Zielgrößen – wie z. B. Wertschätzung gegenüber den Mitarbeitern bzw. eine effiziente ausbalancierte Personalpolitik, die die Interessen des Unternehmens und die der Mitarbeiter berücksichtigt – spielen eine untergeordnete Rolle.

Das Management verfolgt ebenfalls eine Maximierung seiner Bezüge als monetäre Zielgröße und korreliert damit mit den Erwartungen der Aktionäre. Bei dieser Personengruppe spielen aber noch weitere nicht-monetäre Zielgrößen eine Rolle wie z. B. Karriere, Reputation, Ausweitung des Machtbereiches, Arbeitsplatzkonsum etc.[171]

Zu einem Zielkonflikt kann es also dann kommen, wenn sich die Agenten nicht an die Zielsetzungen der Principals orientieren, sondern versuchen, ihre eigenen Ziele zu maximieren. Dieser als "moral hazard" bezeichnete Konflikt kann durch die Principals grundsätzlich mit zwei Handlungsalternativen reduziert werden:

- Implementierung von Informations- und Kontrollsystemen, die es ermöglichen, dass der Principal einen besseren Eindruck über das Verhalten des Agenten erhält.
- Abgleich der gewünschten Handlungsergebnisse mit den von den Agenten erzielten Leistungen im Rahmen von Zielvereinbarungen.

Der letztere Punkt bezieht sich u. a. auf die Gewährung von Aktienoptionen, wobei sich die betriebswirtschaftliche Ausgestaltung an den gewünschten Handlungsergebnissen der Principals für eine Unternehmenswertsteigerung orientiert. Eine anreizkompatible Konzeption der Programme soll damit den Zweck

[169] Vgl. Kramarsch, M. H. (2000), Aktienbasierte Management-Vergütung, Stuttgart, S. 15–18
[170] Vgl. Ferstl. J. (2000), Managervergütung und Shareholder Value: Konzeption einer wertorientierten Vergütung für das Top-Management, Wiesbaden, S. 19
[171] Vgl. Engelsing, L. (2001), Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil der Führungskräfte börsennotierter Unternehmen: Analyse der handels- und steuerrechtlichen Implikationen, Köln, S. 27

erfüllen, den Principal-Agent-Konflikt auf Basis von korrelierenden monetären Zielsetzungen zu entschärfen. In diesem Zusammenhang kommt es darauf an, die Programme derart auszugestalten, dass tatsächlich die Management-Leistung abgebildet wird und der Manager nicht für von ihm unbeeinflussbare Ereignisse belohnt wird (vgl. Kapitel 9.1.1 Beeinflussbarkeit).

Neben der Gewährung von anreizkompatiblen Vergütungsmodellen gibt es eine Reihe von Einflussfaktoren, die das Management dazu bewegen, die Interessen der Aktionäre zu verfolgen. Rappaport stellt fest, dass je stärker die Konsequenzen für den Manager bei einer Reduzierung des Vermögens der Aktionäre ausfallen, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass das Management gegen die Interessen der Anteilseigner handelt. Folgende vier Hauptfaktoren veranlassen das Management, eine aktionärsorientierte Haltung einzunehmen:[172]

- eine vergleichsweise bedeutsame Beteiligung am Eigentum,
- eine Verknüpfung von Entlohnung mit der Eigentümerrendite,
- die drohende Übernahme durch eine andere Organisation,
- lebhafte Konkurrenz auf dem Arbeitsmarkt für Führungskräfte.

Es entspricht den ökonomischen Grundsätzen, dass Führungskräfte über eine Mitarbeiterbeteiligung motiviert werden, die Interessen der Anteilseigner im Rahmen ihrer Management-Funktion zu verfolgen. Dieses setzt allerdings nicht gleichzeitig voraus, dass die beteiligten Führungskräfte und die Anteilseigner eine vergleichbare Risikoneigung besitzen. Im Gegensatz zu den Anteilseignern, die üblicherweise im Rahmen ihres Aktienportfolios eine Risikostreuung vornehmen, ist es für den Manager ungleich schwerer, fehlgeschlagene Investitionen mit anderen Aktivitäten des Unternehmens auszugleichen (vgl. Kapitel 9.4.4 Risikoverhalten des Managements).

Ein sinnvoller Schritt zur Angleichung der unterschiedlichen Interessenlagen kann die Verknüpfung der Management-Entlohnung mit der Eigentümerrendite darstellen. Hier ist aber kritisch anzumerken, dass eine ausschließliche Verknüpfung der Eigentümerrendite die Gefahr in sich birgt, dass diese Form der Entlohnung nicht dem Anspruch der Anreizkompatibilität Rechnung trägt. Veränderungen des

Kurswerts – positive wie negative Entwicklungen – sind nicht immer auf die Management-Leistung zurückzuführen. Die allgemeine Wirtschaftslage bzw. nicht vorhersehbare Transaktionsmaßnahmen von institutionellen Investorengruppen können den Aktienverlauf nachhaltig beeinflussen. Darüber hinaus besitzt das Management aufgrund seiner Funktion einen Informationsvorsprung gegenüber den Anteilseignern, welchen es ggf. zu seinen Gunsten nutzen kann. Ein opportunistisch handelnder Manager soll bei einer asymmetrischen Informationsstruktur nur dann seine Vergütung erhöhen können, wenn auch eine Wertsteigerung für die Anteilseigner erzielt wurde[173] (vgl. Kapitel 9.1.1).

Dritter wesentlicher Faktor, um eine Angleichung der unterschiedlichen Interessenlagen zu ermöglichen, sind wie bereits oben beschrieben die Transaktionsaktivitäten von Investorengruppen. Mögliche Übernahmedrohungen sind ein effektives Mittel, das Management davon abzuhalten, sich auf Kosten der Eigentümer zu bereichern, indem sie z. B. wichtige langfristige investive Projekte blockieren. Nicht durchgeführte Investitionen in Projekte mit hohen Renditechancen haben einen negativen Einfluss auf den Aktienkurs und damit auch auf einen möglichen Verkaufspreis bzw. auf die Beschaffung von zusätzlichem Kapital.

Der vierte Faktor bezieht sich auf den Arbeitsmarkt für Führungskräfte. In aller Regel erfährt nur der Manager einen Karrieresprung im internen wie auf dem externen Arbeitsmarkt, der nachweislich die mit den Anteilseignern vereinbarten Ziele auch tatsächlich erreicht hat. Insofern spielen Leistungsbewertung und eine betriebswirtschaftliche Ausgestaltung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen eine signifikante Rolle bei der Beseitigung der Interessenkonvergenzen.

6.4 Arbeitnehmer

Die aktuellen Diskussionen über Shareholder Value und Corporate Governance in Deutschland und die sich daraus ableitenden Aufgaben für das Top-Management beziehen auch das Ausbalancieren der Interessen der unterschiedlichen Anspruchsgruppen bzw. Stakeholder mit ein. Direkt betroffen von den Management-

[172] Rappaport, A. (1999), Shareholder Value, Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. vollständig überarbeitete u. aktualisierte Aufl., Stuttgart, S. 5

[173] Vgl. Schwalbach, J., Graßhoff, U. (1997), [Managervergütung] und Unternehmenserfolg, in: ZfB, 67, S. 204, in: Ferstl, J. (2000), Managervergütung und Shareholder Value: Konzeption einer wertorientierten Vergütung für das Top-Management, Wiesbaden, S. 41

Entscheidungen und den sich daraus resultierenden Auswirkungen sind in erster Linie die Mitarbeiter des relevanten Unternehmens. Zweifelsfrei ist es richtig, dass Unternehmen, die langfristig wettbewerbsfähig bleiben wollen, ihre Geschäftspolitik entsprechend der internationalen Anforderungen der Kapitalmärkte auszurichten haben. Shareholder Value fordert hier die alleinige Ausrichtung auf die Interessen der Anteilseigner. Als Begründung wird folgende Argumentation herangezogen: Wenn es den Shareholdern gut geht, profitieren ebenfalls die Mitarbeiter und die übrigen Stakeholder-Gruppen.[174] Gerade in Zeiten von verstärkten Personalabbaumaßnahmen gerät diese Sichtweise in zunehmende Kritik. Dieses gilt zum Beispiel für den geplanten Stellenabbau bei der Deutschen Bank, obwohl nachweislich die wirtschaftliche Situation diesen Schritt seitens des Managements nicht erforderlich macht, um die Wettbewerbsfähigkeit zu garantieren. Hier werden von dem Vorstandsvorsitzenden in erster Linie die Anforderungen der internationalen Kapitalmärkte und der Einfluss von Investorengruppen als Argument geltend gemacht (vgl. Kapitel 9.2.1 Angemessenheit der Vorstandsgehälter). [175]

Es sind aber nicht zuletzt auch Fehlentscheidungen des Managements aus der Vergangenheit, die als Ergebnis jetzt zu diesen Personalabbaumassnahmen führen. Es wurde in der Vergangenheit unterlassen, notwendige geschäftspolitische Entscheidungen rechtzeitig mit geeigneten Mitteln zu veranlassen.[176]

Überwiegend üben Ankündigungen über Restrukturierungsmaßnahmen mit dem Ziel einer Reduktion der Mitarbeiterzahl eine positive Wirkung auf den Aktienkurs aus. Davon profitieren in erster Linie die Investoren und das Management. Letztere Gruppe für den Fall, wenn ein Teil ihres Vergütungspakets aus Aktienoptionen besteht. Gleiches gilt für Fusionen und Übernahmen. Im Rahmen von "Change of Control" sehen die Management-Verträge überwiegend eine sofortige Möglichkeit zur Ausübung der Aktienpakete für die relevanten Führungskräfte vor, sobald die Transaktion abgeschlossen ist. Die Folgen für die Mitarbeiter und deren Familien, die

[174] Vgl. Rappaport, A. (1999), Shareholder Value, Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. vollständig überarbeitete u. aktualisierte Aufl., Stuttgart, S. 8
[175] Vgl. o. V. (2005-c-), Stoiber wirft Deutscher Bank Unfähigkeit vor, in: handelsblatt.com. 09.02.2005
[176] Vgl. Bühner, R., Tuschke, A. (1999), Wertmanagement – Rechnen wie ein Unternehmer, S. 10, in: Bühner, R. (Hrsg.), Wertorientierte Steuerungs- und Führungsinstrumente, Shareholder Value in der Praxis, Passau, S. 4–41

von der Rationalisierungsmaßnahme bzw. der Übernahme betroffen sind, werden selten in der Öffentlichkeit kommuniziert bzw. adressiert.[177]

Restrukturierungsmaßnahmen mit der Zielsetzung, kurzfristige Personalkosteneinsparungen zu generieren, erzielen aber nicht automatisch die gewünschten Wirtschaftlichkeitsverbesserungen. Eine Reduktion der Arbeitskosten führt über die daraus resultierende Gewinnsteigerung kurzfristig zu einer Wertsteigerung des Unternehmens. Die gewünschten langfristigen Zielsetzungen in Form eines höheren Börsenkurses stellen sich damit aber nicht automatisch ein. Dieses besagt u. a. eine Studie von Dorfman (1991), die festgestellt hat, dass die Börsenkurse von mehr als der Hälfte aller Unternehmen, die Personalabbau in einem größeren Rahmen betrieben haben, zwei Jahre nach einem anfänglichen Anstieg um 17 bis 48 % unter dem Gesamtniveau der Börse standen.[178] Darüber hinaus entstehen im Rahmen von Restrukturierungsmaßnahmen zusätzliche Kosten, die nicht quantifizierbar, deren Ursachen aber signifikant sind. Dazu zählt insbesondere Demotivation bei den verbliebenen Mitarbeitern, Ängste um den Arbeitsplatz, das Zerschlagen von etablierten Arbeitsstrukturen und möglicher Verlust von Kundenkontakten. Diese wenigen, aber signifikanten Beispiele zeigen, dass eine alleinige Ausrichtung auf das Shareholder-Value-Konzept ein wirtschaftliches Risiko beinhaltet, insbesondere dann, wenn kurzfristige, nicht auf die unternehmerischen Belange abgestimmte Restrukturierungsmaßnahmen durchgeführt werden.

In diesem Zusammenhang ist dem Personalmanagement eine wichtige zusätzliche Funktion zuzusprechen. Es ist die Aufgabe der verantwortlichen HR-Abteilungen, durch gezielte Untersuchungen innerhalb der betrieblichen Organisation den Nutzen von Restrukturierungsmaßnahmen zu evaluieren und mögliche Risiken bei der Umsetzung aufzuzeigen. Dieses setzt eine umfangreiche und detaillierte Kenntnis der Unternehmensstrukturen voraus, um durch adäquate Maßnahmen das Management der Humanressourcen für den Unternehmenserfolg und zum Nutzen der Mitarbeiter einzubringen. Das Personalmanagement findet damit in einem Spannungsfeld statt.

---

[177] Vgl. Kratz, P. (2002), Shareholder Value versus Corporate Values oder: Wo bleibt der Unternehmer, S. 81, in: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel, S. 75–84

[178] Vgl. Müller, W. R. (1998), Welche Welten sollen gelten oder: Was ist der Mitarbeiter wert?, S. 234, in: Bruhn. M. (Hrsg.), Wertorientierte Unternehmensführung: Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, Wiesbaden, S. 231–249

Auf der einen Seite ist es die originäre Aufgabe, die Humanressourcen wertbeitragend für den ökonomischen Erfolg des Unternehmens einzusetzen, andererseits ist das Personalmanagement auch verantwortlich, die sozialen Aspekte der Belegschaft bzw. einzelner Mitarbeiter bei ihren Entscheidungen zu berücksichtigen. Wirtschaftlich angestrebter unternehmerischer Erfolg und ethische Aspekte stehen deshalb in bestimmten Situationen in einem konträren Verhältnis zueinander. Die einseitige Ausrichtung auf den Shareholder-Value-Gedanken forciert die Gegensätze insofern, da hier eine alleinige Ausrichtung auf die Interessen der Anteilseigner gefordert und der Faktor Mensch als substituierbarer Faktor angesehen wird.

Die oben beschriebenen Risiken eines unüberlegten Personalabbaus zur Erzielung so genannter "Quick Wins" zeigen aber auch das Gefahrenpotenzial der wirtschaftlichen Existenz der Unternehmen, die diese kurzfristigen Denkweisen praktizieren. *"Umfassend wertorientiertes Personalmanagement beginnt mit der denknotwendigen Annahme, dass die handlungsbetroffenen Mitarbeiter nicht bloß strategisch-effizient zu bewirtschaftende 'Objekte' (bzw. Produktionsfaktoren) sind, sondern den Status moralischer 'Subjekte' aufweisen."*[179]

Die arbeitspolitische Verantwortung des Personalmanagements ist selbstverständlich abhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens. Führungskräfte sind aufgrund ihrer Funktion in der Verantwortung, bei sich verändernden Marktbedingungen wie z. B. Absatzrückgänge oder notwendige Rationalisierungen adäquate Restrukturierungsmaßnahmen festzulegen und diese unternehmensspezifisch auszulegen, um damit letztlich die Existenz der Unternehmung und der anderen Arbeitsplätze zu sichern. Das bedeutet aber im Umkehrschluss nicht, dass ein einseitiger Stellenabbau von dem Management als notwendige Maßnahme für die steigende Globalisierung herangezogen werden kann. Hier ist die Geschäftsleitung gefordert, über neue und solidarische Beschäftigungsstrategien nachzudenken, die im Interesse der Mitarbeiter und des Unternehmens umsetzbar sind. Dazu zählen z. B. neue Produktlinien oder auch Service-Angebote für das eigentliche Kerngeschäft. Ebenso eignen sich innovative Arbeitsmodelle, frei werdende Ressourcen in anderen Bereichen einzusetzen, um

[179] Wittmann, S. (1998), Wertorientiertes Personalmanagement: Welche Werte sollen für wen geschaffen werden, S. 275, in: Bruhn. M. (Hrsg.), Wertorientierte Unternehmensführung: Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, Wiesbaden, S. 263–283

das aufgebaute Know-how und die Qualifikationen für das Unternehmen zu erhalten. Mit diesen Maßnahmen wird eine vollständige Vermeidung von Stellenabbau nicht zu realisieren, dennoch aber abzumildern sein. Des Weiteren werden die Rechte der Mitarbeiter durch das Arbeits- und Mitbestimmungsrecht in Deutschland berücksichtigt.[180]

6.5 Fazit zu Shareholder Value und den Interessengruppen

Es ist anzunehmen, dass durch die steigende Globalisierung einhergehend mit einem gestiegenen Renditebewusstsein und höheren Leistungsanforderungen an das Management seitens der Investoren die Shareholder-Value-Orientierung weiter steigen wird. Das Management hat demnach die Anforderungen dieser Entwicklung zu berücksichtigen, wenn es die von ihnen ausgeübte Funktion langfristig ausüben möchte. Trotz der i. d. R. 5-jährigen Vertragslaufzeiten für einen Vorstandsposten sind kurzfristige Auswechslungen wegen Nicht-Erfüllung der Renditevorgaben der Anteilseigner jederzeit möglich. Letztlich verfolgt das Management auch das Ziel der persönlichen Arbeitsplatzerhaltung, um damit die wirtschaftliche Existenz zu sichern. Dieses umfasst auch weitere Bedürfnisse wie z. B. Arbeitsplatzkonsum, Machtstreben, Öffentlichkeitswirkung etc.

Wie bereits ausgeführt, handelt es sich bei der Gruppe der Aktionäre nicht um eine homogene Gruppe, insofern gibt es auch nicht das einheitliche "Aktionärsdenken". Trotz der Übergewichtung der institutionellen Investoren sollte dieser Gruppe auch nicht die alleinige Entscheidungsmacht über die Strategie des Unternehmens zugesprochen werden. Eine alleinige Abstellung auf diese Interessengruppe würde das verantwortliche Management zu einem "Erfüllungsgehilfen" degradieren und weitere wichtige Erfolgschancen, die erst durch die anderen Stakeholder möglich gemacht werden, minimieren. Es ist die Aufgabe und Herausforderung des Managements, die unterschiedlichen Stakeholder-Interessen auszutarieren und erfolgswirksam umzusetzen. Die vorab gestellten Erläuterungen zu dem Shareholder-Value-Konzept zeigen, dass eine alleinige Ausrichtung auf dieses Führungskonzept auch wirtschaftliche Risiken beinhalten kann. Insbesondere wenn es darum geht, durch Personalabbau- bzw. Restrukturierungsmaßnahmen

[180] Vgl. Spenner, E. (1999), Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern – Eine Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen für Aktienoptionsmodelle nach bisherigem Aktienrecht und nach

kurzfristige Gewinne zu erzielen, um einen positiven Einfluss auf den Aktienkurs auszuüben.

Nur eine beidseitige Berücksichtigung der Stakeholder- und Shareholder-Interessen ermöglicht einer Unternehmung, wirtschaftlich erfolgreich zu agieren. Eine kurzfristige durch falsche Anreizsysteme ausgelöste Betrachtungsweise schadet den Share- wie auch den Stakeholdern. Schon aufgrund der gesellschaftlichen Rolle von Großunternehmen ist eine reine Fokussierung auf die Interessen der Anteilseigner nicht zu vertreten, insbesondere auch dann nicht, wenn die gleichen Unternehmen z. B. staatliche Zuwendungen in Form von Steuererleichterungen erhalten. Deshalb ist die Weiterentwicklung des Shareholder-Ansatzes in Richtung Stakeholder-Value-Berechnung konzeptionell fortzuführen.[181]

Im Kontext der deutschen Unternehmensführung sollte die Flexibilität bestehen, die Interessen der Stakeholder höher als die der Shareholder zu gewichten, wenn z. B. sozialpolitische Gesichtspunkte sinnvoll vorgetragen werden können. Letztlich besteht eine direkte Korrelation zwischen diesen beiden Ansätzen. Die Renditevorgaben der Anteilseigner werden nicht vom Management allein zu erfüllen sein, wenn nicht die Mitarbeiter mit ihrem Einsatz die erwünschten Ergebnisse erwirtschaften. Gleiches gilt auch für die Durchführung von notwendigen Investitionen, die durch Kapitalzuwendungen ermöglicht werden und damit Arbeitsplätze erhalten und schaffen. *"Anders formuliert kann argumentiert werden, dass nur, wo Shareholder Value geschaffen wird, auch Stakeholder Value entstehen kann oder umgekehrt, dass ohne Stakeholder Value kein Shareholder Value möglich ist."*[182]

Die Motivation der Mitarbeiter, eine ausprägte Unternehmenskultur sowie die sozialpolitische Verantwortung des Unternehmens gegenüber dem gesellschaftlichen Umfeld sind ebenfalls wichtige Bestandteile einer Unternehmenspolitik. Gleiches gilt auch für die Einbeziehung der Mitarbeiter im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungen.[183] Es ist grundsätzlich die Gesamtheit eines Unternehmens, die für den wirtschaftlichen Erfolg desselbigen verantwortlich ist, auch wenn das

---

dem KonTraG, Göttingen, S. 85

[181] Vgl. Fröhlich, W. (1998), Value Development durch Personalmanagement, S. 16–17, in: Fröhlich, W. (Hrsg.), Value Development: Zukunft der Personalarbeit, Frechen, S. 15–30

[182] Weilemann, R. (1999), Value Based Compensation Plan, Bern, S. 116

[183] Vgl. The Institute of Chartered Accountants (2001), Measuring Value for Shareholders, no. 33, March 2001, p. 22

Management durch seine direkte Entscheidungsbefugnis die Weichen für den wirtschaftlichen Erfolg stellt. Der Mitarbeiter darf nicht reiner Lieferant von Arbeit sein, sondern ist auch als Mensch mit seinen Wünschen und Fähigkeiten in die Organisation des Betriebs einzubinden. Es ist eine Frage der Ethik, den Faktor Arbeit nicht als dispositiven, austauschbaren Faktor anzusehen, der flexibel für die Belange der Unternehmung eingesetzt wird.

Aus diesem Grund sind die Überlegungen für eine Partizipation der Mitarbeiter am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens als notwendig und legitim einzustufen. Auch im Rahmen der sozialpolitischen Diskussion wird dieses Thema adressiert. Bundespräsident Horst Köhler hat sich für eine stärkere Beteiligung von Arbeitnehmern an den Unternehmensgewinnen ausgesprochen. *"In der Globalisierung können solche Kapitalbeteiligungen dazu beitragen, einer wachsenden Kluft zwischen Arm und Reich entgegenzuwirken. Heute müssen Arbeitgeber und Arbeitnehmer begreifen, dass sie im Betrieb angesichts des weltweiten Wettbewerbs im selben Boot sitzen."*[184]

7 Der Deutsche Corporate Governance Kodex

7.1 Zielsetzungen und Aufbau des Kodexes

Im Februar 2002 hat die von der Bundesministerin für Justiz eingesetzte Regierungskommission den Deutschen Corporate Governance Kodex verabschiedet. Mit diesem Kodex sollen die in Deutschland geltenden Rechte zur Unternehmensführung für die nationalen und internationalen Investoren transparenter gestaltet werden.

"Der vorliegende Deutsche Corporate Governance Kodex (der 'Kodex') stellt wesentliche gesetzliche Vorschriften zur Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften (Unternehmensführung) dar und enthält international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung. Der Kodex soll das deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar machen. Er will das Vertrauen der internationalen

[184] Vgl. o. V. (2005-h-), Köhler-Plädoyer stößt auf eingeschränkte Gegenliebe, in: sueddeutsche.de, 29.12.2005

und nationalen Anleger, der Kunden, der Mitarbeiter und Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften fördern."[185]

Der wesentliche Schwerpunkt des Kodexes liegt damit in der Forderung einer transparenteren Einsicht von Aktionären und institutionellen Anlegern in die deutsche Unternehmensführung. Dazu zählt insbesondere die Nachvollziehbarkeit von Management-Entscheidungen und das Zusammenspiel von Aufsichtsrat und Vorstand. Der Kodex basiert auf einer gesetzlichen Grundlage über die Entsprechungserklärung gem. § 161 AktG und unterteilt sich in die folgenden sieben Paragraphen:

- Präambel
- Aktionäre und Hauptversammlung
- Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat
- Vorstand
- Aufsichtsrat
- Transparenz
- Rechnungslegung und Abschlussprüfung

Ein wesentlicher Grund für die Einführung des Kodexes ergibt sich vor allem aus den jüngsten Bilanzskandalen, die nachhaltig die Glaubwürdigkeit einer kompetenten Unternehmensführung seitens des Managements, Aufsichtsrats und auch des Abschlussprüfers in Frage stellen.[186]

Trotz der vorliegenden gesetzlichen Grundlage sind die im Kodex aufgeführten Empfehlungen nicht alle zwingend verbindlich für die Unternehmen, sondern es bestehen Handlungsspielräume bei der Auslegung sowie Umsetzung einiger Bestimmungen.

Die im Kodex enthaltenen Empfehlungen unterteilen sich in so genannte "Soll"- und "Kann"-Empfehlungen. Bei den "Soll"-Empfehlungen können die Unternehmen von der Vorgabe abweichen, einhergehend mit der Verpflichtung, dieses jährlich offen zu

[185] o. V. (2005), Bekanntmachungstext im elektronischen Bundesanzeiger der Justiz, Bekanntmachung des "Deutschen Corporate Governance Kodex" in der Fassung vom 02. Juni 2005, Berlin, S. 2

[186] Vgl. Utzig, S. (2002), Corporate Governance, Shareholder Value und Aktienoptionen – die Lehren aus Enron, Worldcom und Co., in: Die Bank, Nr. 9/2000, S. 594–597

legen. Diese Flexibilität wird damit begründet, dass jeder Unternehmung die Möglichkeit einzuräumen ist, branchen- und unternehmensspezifische Bedürfnisse flexibel zu berücksichtigen. Von den Anregungen, die sprachlich mit den Begriffen "sollte" bzw. "kann" versehen sind, dürfen die Unternehmen ohne Offenlegungspflicht und Begründung abweichen. Alle anderen sprachlich nicht so geregelten Bereiche des Kodexes sind Bestimmungen, die als geltendes Gesetz von den Unternehmen uneingeschränkt zu übernehmen sind.[187]

Der Grund für die Entwicklung und Einführung des Kodexes sind grundlegende internationale Kritikpunkte hinsichtlich der deutschen Unternehmensverfassung. Sie konzentrieren sich im Wesentlichen auf die folgenden Bereiche:

- Mangelhafte Ausrichtung auf Aktionärsinteressen
- Die duale Unternehmensverfassung mit Vorstand und Aufsichtsrat
- Mangelnde Transparenz deutscher Unternehmensführung
- Mangelnde Unabhängigkeit deutscher Aufsichtsräte
- Eingeschränkte Unabhängigkeit der Abschlussprüfer[188]

Für die oben genannten Kritikpunkte gibt der Kodex einen Rahmen vor, der spezifisch von den betroffenen Unternehmen auszufüllen ist. Als Fazit lässt sich feststellen, dass daraus ableitend die eingesetzte Regierungskommission die Notwendigkeit für die Verbesserung der Arbeit zwischen Vorstand, Aufsichtsrat, Hauptversammlung und Abschlussprüfer sowie den Aufbau eines Überwachungssystems zur frühzeitigen Erkennung von bestandsgefährdenden Entwicklungen sieht.

7.2 Empfehlungen für die Vorstandsvergütung

Der Kodex beschäftigt sich ebenfalls in einem separaten Kapitel mit der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung. Primäres Ziel ist die Realisierung von mehr Transparenz und Nachvollziehbarkeit der vergütungstechnischen Anreizsysteme des Top-Managements. Inwieweit insbesondere die "Soll"-und-"Kann"-Anregungen zu einer seitens der Kommission gewünschten veränderten Unternehmensführung beitragen werden, ist abschließend noch nicht festzustellen. Insbesondere die

[187] Ebenda
[188] o. V. (2005), Bekanntmachung des "Deutschen Corporate Governance Kodex" in der Fassung vom 02. Juni 2005, in: Bundesanzeiger der Justiz (corporate-governance-code.de), Berlin, S. 1–9

geforderte Transparenz hinsichtlich der Vorstandsvergütung weist signifikante Optimierungspotenziale auf. Um ein höheres Maß an Transparenz zu erzielen, sieht der Kodex die folgenden Empfehlungen für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung vor:[189]

- Die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder soll aus einem fixen und variablen Bestandteil bestehen. Dabei sollten die variablen Bestandteile einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an dem geschäftlichen Erfolg ausgerichtete Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten.
- Insbesondere Aktien, Aktienoptionen oder vergleichbare Gestaltungen (z. B. Phantom Stocks) mit mehrjährigen Veräußerungssperren kommen als variable Vergütungskomponente wegen ihrer langfristigen Anreizwirkung und ihrem Risikocharakter in Frage. Dabei sollen anspruchsvolle und relevante Vergleichsparameter zugrunde gelegt werden und eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele und der Vergleichsparameter ausgeschlossen sein. Für nicht vorhergesehene Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzung nach oben, einen so genannten Cap, vorsehen
- Die Struktur und konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsprogramms oder vergleichbarer Komponenten mit einer langfristigen Anreizwirkung und Risikocharakter sollen auf der Internetseite des Unternehmens verständlich dargestellt und im Geschäftsbericht erläutert werden. Dazu zählt auch die Angabe zum Wert der Aktienoptionen.
- Die Hauptversammlung soll vom Aufsichtsratsvorsitzenden über die Grundstruktur der Vorstandsvergütung und deren Veränderung informieren.
- Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses differenziert nach fixen und erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden. Dabei sollen die Angaben individualisiert ausgewiesen werden.

Derzeit sind von 30 Konzernen im Deutschen Aktienindex (DAX) nur 20 Vorstände zur Veröffentlichung ihrer Gehälter bereit. Bei Missachtung der Offenlegungspflicht

[189] Ebenda. Die im Folgenden beschriebenen Empfehlungen stellen eine Zusammenfassung des Paragraphen 4.2. Zusammensetzung und Vergütung des "Deutschen Corporate Governance Kodex" dar

drohen Unternehmen und Vorständen Bußgelder in Höhe von bis zu 50.000 Euro.[190] Trotz Verweis auf die bestehende internationale Praxis verweigern immer noch ca. 33 % der anderen im DAX 30 geführten Unternehmen die Offenlegung der Bezüge. Als Gründe werden u. a. das Risiko einer Angleichung der Gehälter sowie das Argument, dass es sich bei dem Vorstand um ein "Kollegialorgan" handelt, das nicht zu individualisieren sei, genannt. Darüber hinaus wird über die deutsche "Neiddebatte" geklagt, der Schutz der Persönlichkeitsrechte in den Vordergrund gestellt und Sorge über die Angst vor Entführungen geäußert, wenn das Gehalt in der Zeitung veröffentlicht wird.[191] Dass die Aktionäre allerdings auch einen Anspruch auf Informationen besitzen, inwieweit ihr eingesetztes Kapital für die Vergütung der Vorstände genutzt wird, scheint bei den Verweigerern keine wesentliche Rolle zu spielen. Im folgenden Kapitel wird erläutert, inwieweit die Empfehlungen des Kodexes in der Praxis umgesetzt werden und ob die angestrebte Transparenz auch tatsächlich realisiert wird.

7.3 Einfluss des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Vergütung der Organe

Wie in Kapitel 9.2.1 zur Angemessenheit der Vorstandsgehälter dargelegt, ist der Aufsichtsrat zuständig für die angemessene Festsetzung der Vergütung. Für die Festsetzung der Vergütung sind die spezifischen Aufgaben des Vorstands, die persönliche Leistung, die Gesamtleistung der Vorstandsorgane und die wirtschaftliche Lage des Unternehmens einzubeziehen. Dieses ist ebenfalls gem. § 4.2.2 DCGK schriftlich fixiert. Die jüngsten Entwicklungen in diesem Bereich und die dazu aktuell stattfindenden Diskussionen über dieses Thema lassen den Schluss zu, dass hier im Sinne der Empfehlungen des Corporate Governance Kodex ein signifikantes Optimierungspotenzial besteht. Im Juni 2005 hat der Bundestag ein Gesetz zur Veröffentlichung von Manager-Gehältern verabschiedet. Hiermit werden die Vorstandsmitglieder von börsennotierten Aktiengesellschaften verpflichtet, ihre individuellen Gesamtbezüge ab dem Jahr 2006 offen zu legen, die dann im Frühjahr 2007 im Jahres- bzw. Konzernabschluss einsehbar sein werden. Hierbei gilt es kritisch zu hinterfragen, ob eine Offenlegung der Vorstandsgehälter ausreicht, um eine qualitative Bewertung der Vergütungshöhe und -struktur durchzuführen.

[190] Vgl. o. V. (2005), Bundestag nickt Managergehälter-Gesetz ab, in: handelsblatt.com, 30.06.05
[191] Vgl. o. V. (2005-f-), Unternehmen müssen Vorstandsbezüge veröffentlichen, in: manager-magazin.de, 29.06.2005

Wie in Kapitel 7.2 dargelegt, legt der DCGK gem. § 4.2.3 fest, dass die Gesamtvergütung des Vorstands aus fixen und variablen Komponenten bestehen soll und sämtliche Vergütungsbestandteile für sich angemessen sein müssen. Dieses gilt auch für jährliche Anpassungen der Bezüge.

Bei einer näheren Betrachtung sind allerdings Zweifel bezüglich einer leistungskorrelierenden Anpassung der Gehälter angebracht. Analysen von DAX-, MDAX- und STOXX-Konzernen bezüglich des Grundgehalts und Bonuszahlungen zeichnen ein anderes Bild. Obwohl sich die Firmengewinne und die Aktienkurse eher mäßig entwickelt haben, haben sich eine Reihe von Vorständen im Jahr 2004 Gehaltserhöhungen von 20 % und mehr genehmigen lassen. Bei sechs DAX-Unternehmen – Bayer, Continental, Fresenius Medical Care, Lufthansa, MAN und ThyssenKrupp – stiegen die Vorstandsbezüge im Vergleich zum Vorjahr um mehr als ein Drittel.[192] Dabei sind Aktienzuwendungen und Aktienoptionen, die nahezu jeder Vorstand im Jahr 2004 erhalten hat, in der Berechnung noch nicht berücksichtigt, was wiederum die Gesamtvergütung noch einmal in einem höheren Rahmen erscheinen lassen dürfte.

Hier scheint die im Kodex erwähnte Aufgabe des Aufsichtsrats, eine angemessene Festsetzung sicherzustellen, erhebliche Mängel aufzuweisen. Es sind also nicht nur die Verhaltensweisen der Vorstände bei der Veröffentlichung ihrer Bezüge zu kritisieren, sondern vielmehr auch die betroffenen Aufsichtsräte, die augenscheinlich ihrer Pflicht einer adäquaten Festsetzung nicht bzw. nur teilweise nachgekommen sind. Es ist nicht das Ziel der vorliegenden Dissertation, die Pflichterfüllung des Aufsichtsrats und dessen Zusammensetzung zu analysieren. Es bleibt aber festzuhalten, dass bei einer strikten Auslegung des § 87 AktG und § 4.2 DCGK bezüglich der Aufgaben und Verantwortung des Aufsichtsrats bei der Festlegung der Vorstandsbezüge die Ausübungsqualität der Kontrollfunktion kritisch zu hinterfragen ist. Inwieweit der oftmals obligatorische Wechsel des in den Ruhestand tretenden Vorstandsvorsitzenden in die Funktion des Aufsichtsratsvorsitzenden eine signifikante Rolle spielt, ist nicht abschließend zu bewerten. Auf Basis der genannten internationalen Kritik an dem System der dualen Unternehmensführung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat sowie der mangelnden Unabhängigkeit der Aufsichtsräte sind zumindest gewisse Bedenken angebracht und Optimierungspotenziale zu

identifizieren, wie z. B. ein striktes Verbot für die Ausübung der Funktion des Aufsichtsratsvorsitzenden durch ein ehemaliges Vorstandsmitglied des gleichen Unternehmens. Gleiches gilt auch für Überkreuzverflechtungen von Aufsichtsräten mehrerer Firmen, die zu untersagen sind, um mögliche Interessenkonflikte zu verhindern.[193]

Ein weiterer Kritikpunkt ist die eingeschränkte Möglichkeit zur Evaluierung der gewährten Optionspakete an die Vorstände. Gem. § 4.2.3 DCGK sollen bei der Veröffentlichung der Vorstandsbezüge auch Angaben zum Wert der Aktienoptionen gehören. Diese Angaben sind zwingend erforderlich, um mithilfe von statistischen Modellrechnungen den angenäherten Wert der eingeräumten Optionen zu ermitteln (vgl. Kapitel 9.2.2). Die Praxis zeigt allerdings, dass die zurzeit gemachten Angaben in den Konzernabschlüssen über den Wert der Optionen nicht ausreichen, um die monetäre Größe der Optionspakete transparent zu bestimmen. Auch hier zeigt sich die fehlende Bereitschaft des deutschen Top-Managements transparente Informationen zur Verfügung zu stellen.[194]

Als abschließender Kritikpunkt ist der derzeitige Detaillierungsgrad der veröffentlichten Vorstandsbezüge in den Konzernabschlüssen bzw. auf den Homepages der relevanten Unternehmen aufzugreifen. Gem. § 4.2.4 DCGK soll die Vergütung der Vorstandsmitglieder individualisiert aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit einer langfristigen Anreizwirkung ausgewiesen werden. Wie bereits im vorgestellten Absatz näher erläutert, bestehen bereits signifikante Probleme bei der Wertermittlung der Optionspakete, um einen transparenten Überblick über die Gesamtvergütung bereitzustellen. Unberücksichtigt bleiben zurzeit detaillierte Informationen über die Höhe von gewährten Pensionszusagen und anderen Nebenleistungen. Da sich in der jüngsten Vergangenheit nicht immer Zahlungen aus den Aktienoptionsprogrammen ergeben haben, gewinnt der Vergütungsbestandteil der Altersvorsorge zunehmend an Bedeutung. Angaben über die Ruhestandsbezüge müssen derzeit nicht im Geschäftsbericht ausgewiesen werden. Zwar sieht das Gesetz zur Veröffentlichung der Manager-Gehälter auch eine Berücksichtigung von Pensionen und Abfindungen

---

[192] Vgl. Papendick, U. (2005), Vorstandsgehälter, das schnelle Geld, in: manager-magazin.de, 07.2005. Die Analysen basieren auf Untersuchungen von Prof. R. Schmidt von der Universität Halle-Wittenberg

[193] Vgl. Schmalbach, J. (2004), Kodex drängt Konzerne zur mehr Transparenz, in: faz.net 23. Juni 2004

[194] Ebenda

vor, doch lässt sich dieses durch das Zurückhalten von Rahmendaten leicht umgehen.[195]

Für die Zukunft gilt es also auch zu prüfen, inwieweit auch andere Vergütungsbestandteile in den Corporate Governance Kodex zu integrieren sind, um eine einheitliche und transparente Bewertung durchführen zu können. "Das sind nicht nur die baren Vergütungen, Aktienoptionen und vergleichbare Komponenten, sondern auch Sachbezüge, Versorgungsansprüche, Abfindungen oder Zahlungen bei vorzeitiger Beendigung der Amtszeit. Das Paket muss insgesamt angemessen sein."[196] Erst auf Basis umfassender Informationen über die gewährten Entgeltkomponenten und Nebenleistungen lässt sich feststellen, ob die variable Vergütung des Vorstands mit dem wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens korrespondiert.

[195] Vgl. o. V. (2005), Bundestag nickt Managergehälter-Gesetz ab, in: handelsblatt.com, 30. Juni 2005
[196] Vgl. o. V. (2005-e-), Kommentar des Vorsitzenden der Corporate Governance Kommission Gerhard Cromme, in: faz.net, Corporate Governance, Noch in dieser Legislaturperiode: Vorstände müssen ihre Gehälter offen legen, 24. Juni 2005

8 Anforderungskriterien als Grundlage für die Bewertung von Aktienoptionsprogrammen

8.1 Überblick über den Kriterienkatalog

Im Rahmen der Entwicklung eines Aktienoptionsprogramms hat das Unternehmen die wichtige Frage zu beantworten, welche Zielsetzungen mit dem zukünftigen System verbunden werden und welche Anforderungen sich daraus explizit ergeben. In diesem Zusammenhang sind die betriebswirtschaftliche Ausgestaltung des Programms, unternehmensspezifische und rechtliche Reglementierungen und nicht zuletzt die notwendige Akzeptanz der betroffenen Mitarbeiter zu berücksichtigen.

Die in diesem Teil vorgestellten Anforderungskriterien dienen als einführende Grundlage für die Beurteilung von Aktienoptionsprogrammen, welche einem ausgewählten Kreis an Führungskräften als Leistungsanreiz und Bindungsinstrument gewährt werden. Eine dezidierte Beurteilung für das Beteiligungsmodell der Aktienoptionen erfolgt in Kapitel 9.

Die in der Literatur genannten Anforderungskriterien für die Bewertung von Beteiligungsprogrammen basieren i. d. R. auf den Werken von Hahn/Willers[197] und den sich darauf aufbauenden durchgeführten Ergänzungen von Becker[198]. Bei dieser Auflistung erfolgt allerdings keine systematische Differenzierung zwischen den Funktionen[199] bzw. Zielen und den Anforderungen an ein Beteiligungssystem, da oft festzustellen ist, dass - je nach Sichtweise - ein und dasselbe Kriterium beiden genannten Kategorien zugeordnet werden könnte.

Plaschke (2003) bezeichnet in diesem Zusammenhang die Motivationswirkung als ein anzustrebendes Ziel, während z. B. die Transparenz als ein notwendiges Anforderungskriterium für die Funktionsfähigkeit des Beteiligungsprogramms anzusehen ist. Winter (1996) definiert Anforderungen als eine Vorabbedingung, was zur Erfüllung einer Funktion notwendig ist.

---

[197] Vgl. Hahn, D., Willers, H.-G. (1983), Unternehmensplanung und Führungskräftevergütung, in: Hahn, D., Taylor, B. (Hrsg.), Strategische Unternehmensplanung. Stand und Entwicklungstendenzen. 2., erw. Aufl., Würzburg u. a., S. 328–337

[198] Vgl. Becker, F. G. (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, Stuttgart, S. 18–26

[199] Als Funktion bzw. Ziele von Beteiligungsprogrammen wird die Motivation und Lenkung, Personalselektion, Personalretention und die Koordination von Aktivitäten verstanden. Die Ziele von Beteiligungsprogrammen ist kein Untersuchungsschwerpunkt der vorliegenden Arbeit. Für weitere Informationen vergleiche u. a.:

Dieser Differenzierung wird in der vorliegenden Arbeit prinzipiell gefolgt. Insbesondere wird untersucht, inwieweit die in der Literatur aufgeführten Kriterien mit den Interessen der Aktionäre und denen der Berechtigten von Aktienoptionsprogrammen korrespondieren bzw. sich mögliche Ansatzpunkte für Kritikpunkte und Optimierungsempfehlungen ergeben. Gleiches gilt für weitere, in der Öffentlichkeit intensiv diskutierte Kritikpunkte von Aktienoptionsprogrammen. Hierzu zählt beispielsweise die nur mittelbare Beeinflussbarkeit des Aktienkurses durch das Management. Die Basis für eine systematische Bewertung von Aktienoptionsprogrammen bilden die in der einschlägigen Literatur aufgeführten Anforderungskriterien, welche in der folgenden Tabelle im Überblick aufgeführt werden. Dabei werden die Kriterien, die sich inhaltlich weitgehend überlappen, aus Gründen der Übersichtlichkeit nebeneinander gestellt.

Plaschke, F. J. (2003), Wertorientierte Management-Incentive-Systeme auf Basis interner Wertkennzahlen, Wiesbaden, S. 98

Becker[200]	Kappel/Uschatz[201]	Winter[202]	Hahn/Willers[203]	Hungenberg[204]
- Leistungs-oientierung	- Erfolgs- und Leistungs-oientierung	- Leistungs-orientierung	- Leistungs- und Verhaltens-gerechtigkeit	- Leistungs-bezug
- Transparenz	- Transparenz - Einfachheit	- Transparenz	- Transparenz	- Transparenz
- Flexibilität	- Flexibilität und Individualität	- Flexibilität		
- Individuelle- und gruppenweise Anwendbarkeit	- Individualität			- Individuali-sierbarkeit
- Motivierend, auch für eine Risikoübernahme	- Motivationswirkung	- Risiko-reduktion		- Risiko-orientierung
- Belohnend				
- Wirtschaftliche Möglichkeit	- Wirtschaftlichkeit	- Wirtschaft-lichkeit	- wirtschaftlich	- Wirtschaftlich-keit
- Ergebnis-förderung		- Anreiz-kompatibilität	- Ergebnis-förderung	- Ziel-orientierung
- Anforderungs-gerechtigkeit	- Anforderungs-gerechtigkeit	- Gerechtigkeit - Planungs-genauigkeit - Akzeptanz	- Anforderungs-gerechtigkeit	
- marktgerecht	- Marktgerechtigkeit		- marktgerecht	
		- Dualität		

Tabelle 2: Synopse über die in der Literatur genannten Bewertungskriterien für Beteiligungsprogramme
Quelle: Eigene Darstellung

Eine durchgängige Überschneidung gibt es bei den Anforderungskriterien *Leistungsorientierung, Transparenz und Wirtschaftlichkeit.* Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der übrigen genannten Kriterien werden weiterhin die

[200] Vgl. Becker, F. G. (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, Stuttgart, S. 19
[201] Vgl. Kappel, H., Uschatz, P. (1992), Variable Kaderentlöhnung: Erfolg und Leistung honorieren, Zürich, S. 48
[202] Vgl. Winter, S. (1996), Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen, Wiesbaden, S. 72–92
[203] Vgl. Hahn, D., Willers, H. G. (1999), Unternehmensplanung und Führungskräftevergütung, S. 711, in: Hahn, D., Taylor, B. (Hrsg.), Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung. Stand und Entwicklungstendenzen; 8. Aufl., Heidelberg
[204] Vgl. Hungenberg, H. (1999), Anreizsysteme für Führungskräfte – Theoretische Grundlagen und praktische Ausgestaltungsmöglichkeiten, S. 722–724, in: Hahn, D. (Hrsg.), Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 8. Aufl., Heidelberg

folgenden Anforderungen zur Bewertung von Aktienoptionsprogrammen herangezogen:

- Transparenz
- Wirtschaftlichkeit
- Leistungsorientierung
- Anreizkompatibilität
- Strategische Ausrichtung

Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die einzelnen Anforderungskriterien in ihrer Ausprägung nicht isoliert zu betrachten sind, sondern teilweise auch in einer gegenseitigen Wechselbeziehung zueinander stehen. Ein Aktienoptionsprogramm, welches nicht transparent gestaltet und bei dem der Ausschüttungsmodus nicht nachvollziehbar ist, wird sicherlich von den wenigsten Mitarbeitern als motivierend anerkannt.[205] Ebenso steht die individuelle Beeinflussbarkeit im direkten Zusammenhang mit der Leistungsorientierung. Sofern das Aktienoptionsprogramm auch die individuelle Leistung des Mitarbeiters belohnen soll, ist bei der Konzeption des Systems dieser geforderten Leistungsorientierung, nämlich der individuellen Beeinflussbarkeit, Rechnung zu tragen. Diese Beispiele verdeutlichen u.a. die enge Verknüpfung zwischen den Gesichtspunkten der Akzeptanz und der Motivationsforschung mit den Kriterien der Transparenz, der individuellen Beeinflussbarkeit und der Leistungsorientierung. Im weiteren Verlauf der Arbeit wird diese wechselseitige Abhängigkeit zwischen Funktionen bzw. Zielen und Anforderungen berücksichtigt.

Die oben aufgeführten fünf zu untersuchenden Anforderungskriterien lassen sich mit Hilfe weiterer Unterkriterien operationalisieren. Im Rahmen dieses Kapitels werden die wesentlichen in der Literatur genannten Unterkriterien mit ihrer inhaltlichen sowie thematischen Bedeutung vorgestellt und im anschließenden Kapitel 9 zur Bewertung im Detail analysiert.

[205] Ebenda, S. 722

8.2 Transparenz

Als ein wichtiges Anforderungskriterium ist die Transparenz zu nennen. In diesem Zusammenhang bedeutet Transparenz, dass die Durchschaubarkeit und Verständlichkeit des Anreizsystems für die Begünstigten und auch für den Stakeholder gegeben sein muss – und zwar prospektiv und retrospektiv. Dieses ist von Bedeutung, um die angestrebte Motivationswirkung und Akzeptanz bei den Mitarbeitern zu erzielen.[206] Die eigentliche Ausgestaltung des Programms und die sich daraus ergebenden Konsequenzen für die individuelle bzw. gruppenbezogene Entlohnung sollten nachvollziehbar sein.[207] Dies trifft insbesondere auf die Auswahl der Erfolgskriterien und Bewertung der Leistung zu. Die Anforderungen der Nachvollziehbarkeit bezieht sich hier auf die Systematik, meint also die personenneutrale Transparenz. Ausdrücklich nicht gemeint ist an dieser Stelle - trotz der eingestandenen Wichtigkeit dieser Anforderung - die Transparenz der Kriterien, anhand derer unterschiedlichen Personen(gruppen) unterschiedliche Arten und Anzahlen von Optionen eingeräumt werden. Wird die Leistung anhand der Steigerung einer Kennzahl determiniert, so muss der Berechnungsmodus der Kennzahl bzw. das Verfahren[208] verständlich dargelegt werden. Darüber hinaus ist Transparenz von besonderer Bedeutung, damit der Zusammenhang zwischen Leistung und Entlohnung deutlich wird. Dieses Anforderungskriterium lässt sich wegen der unternehmensspezifischen Komplexität und der sich ständig ändernden Rahmenbedingungen nicht allgemein verbindlich regeln.[209] Je nach Vorliegen der Situation muss sie neu artikuliert, beschrieben und mit der Unternehmensphilosophie und -kultur abgestimmt werden.[210]

Im Rahmen des Anforderungskriteriums der Transparenz wird in Kapitel 9.1 die Beeinflussbarkeit des Aktienkurses durch das Management auf Basis von ausgewählten in der Literatur aufgeführten Bewertungskriterien detailliert analysiert und der Versuch unternommen, Schwachstellen zu identifizieren. Des Weiteren wird untersucht, inwieweit die Ausgestaltung der Aktienoptionsprogramme die

[206] Vgl. Berthel, J. (1997), Personalmanagement: Grundzüge für Konzeption betrieblicher Personalarbeit, Stuttgart, S. 403
[207] Becker, F. G. (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, Stuttgart, S. 24
[208] Vgl. Breisig, T. (1998), Personalbeurteilung – Mitarbeitergespräch – Zielvereinbarungen: Grundlagen, Gestaltungsmöglichkeiten und Umsetzung in Betriebs- und Dienstvereinbarungen, Frankfurt am Main, S. 454
[209] Vgl. Kappel, H. (1993), Organisieren, Führen, Entlöhnen mit modernen Instrumenten: Handbuch der Funktionsbewertung und Mitarbeiterbeurteilung, Betriebswiss. Inst. D. ETH Zürich, 4. erg. Aufl., Zürich, S. 208
[210] Kappel, H., Uschatz, P. (1992), Variable Kaderentlöhnung: Erfolg und Leistung honorieren, Zürich, S. 52

Anforderungen der transparenten Nachvollziehbarkeit (Systemtransparenz) für außenstehende Interessengruppen wie z. B. Shareholder, Investoren, Mitarbeiter, Analysten und Kreditgeber erfüllt.

Mit der Vergabe von Aktienoptionen wird das Ziel verfolgt, das Management für seine Leistung zu honorieren und langfristig an das Unternehmen zu binden. Die gewünschten Anreizeffekte bei der Vergabe von Aktienoptionen zielen somit auf die aktive Beeinflussbarkeit des Aktienkurses durch die Bezugsberechtigten ab. Die Einflussnahme auf den Aktienkurs kann in Form einer erfolgreichen Unternehmensführung geschehen, wie sie sich z. B. in Umsatzsteigerungen, der Erschließung neuer Märkte bzw. Kundenkreise, einer effektiven Mitarbeiterführung und ausgeprägtem Kostenbewusstsein manifestieren kann. Es gibt aber auch kritische Stimmen in der Tages- und Fachpresse, welche die Befürchtung äußern, dass das Management den Aktienkurs manipulieren könnte, um trotz schwacher Unternehmensentwicklung in den Genuss der Optionsausübung zu kommen. In der Literatur werden grundsätzlich folgende Formen einer nicht leistungsgerechten Gewinnerzielung unterschieden:

- Bilanzmanipulation
- Ausnutzung von Insiderwissen
- Free-Rider-Verhalten
- Weitgehend passive Ausnutzung von Kapitalmarkttrends oder externen Markteinflüssen
- Aktienrückkäufe in manipulativer Absicht
- Erzielung von Windfall Profits
- Unangemessene Finanzierung- und Ausgestaltungsparameter
- Insgesamt unzureichende Leistungsorietierung der Einkommensstruktur des Managements

Diese Formen bilden die Grundlage für die weitere Untersuchung des Bewertungskriterums Transparenz und werden in Kapitel 9.1 hinsichtlich ihrer Schwachstellen für Manipulationsmöglichkeiten eingehend analysiert, da ihnen in der Literatur und in der öffentlichen Diskussion eine besondere Bedeutung beigemessen wird.

U. a. weisen Liebert (2001) und Weiß (1999) auf das Risiko hin, dass durch die unterschiedlichen Auslegemöglichkeiten der **Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechte** das verantwortliche Management mit Handlungsspielraum gezielt Einfluss auf die Bilanzpolitik und damit auf die Ertragssituation ausüben kann. Das kann die Qualität der Informationsbasis, welche Analysten und Investoren für ihre Investionsentscheidungen bzw. die von ihnen durchzuführenden Bewertungen und Rankings verwenden, erheblich beeinträchtigen. Aus der Möglichkeit einer manipulativen Bilanzpolitik können positive Aktienkurse-Verläufe resultieren, die dann nicht das Ergebnis einer guten Management-Leistung darstellen.

Die Existenz von **Insiderhandelsgesetzen** deutet darauf hin, dass diesem Problem eine besondere Bedeutung zugemessen und in ihrer negativen Wirkungsweise hinsichtlich betriebs- und volkswirtschaftlichen Auswirkungen nicht unterschätzt wird. Winter (1999) führt an, dass die berechtigten Manager zu den Insidern eines Unternehmens zählen und insbesondere durch die Einführung eines Aktienoptionsprogramms in eine rechtliche wie auch ethisch relevante Insidersituation geführt werden. Jüngstes Beispiel für den Verdacht auf Insiderhandel und der Verbreitung falscher Informationen richtet sich gegen den zurückgetretenen EADS-Chef Noel Forgeard. Kurz vor dem Bekanntwerden der Probleme beim A380-Programm sollen Aktienpakete mit einem Gewinn von mehreren Millionen Euro verkauft worden sein. In dem eröffneten Verfahren werden in diesem Zusammenhang auch die Aktienverkäufe der Großaktionäre Lagardère und DaimlerChrylser im April 2006 überprüft.[211]

Ein weiteres diskutiertes Defizit von Aktienoptionsprogrammen ist der mangelnde Bezug zur tatsächlichen individuellen Leistung des Berechtigten. Gemäß der Ausführungen von Milgrom und Roberts (1992) besteht nur eine indirekte individuelle Beeinflussbarkeit des Aktienkurses durch das Management. Mögliche Folge ist, dass Manager für eine Gesamtleistung des Vorstands belohnt werden, ohne dass diese mit der individuellen Management-Leistung korrespondiert. Diese in der Literatur[212] häufig genannte Auswirkung wird auch als **Free-Rider-Problematik** bezeichnet.

Siddiqui (2005) weist in seinen Ausführungen über Einflussfaktoren auf den Aktienkurs darauf hin, dass der Verlauf des Aktienkurses ebenfalls von nicht

[211] Vgl. hierzu: Möglicher Insiderhandel, Ex-Airbus-Chef unter Verdacht, in: süddeutsche.de, 23.11.2006

kontrollierbaren **Kapitalmarkttrends** bzw. externen **Markteinflüssen** abhängt, die sich außerhalb des unmittelbaren Einflussbereichs des Managements befindet. Auch hier besteht das latente Risiko, dass das Management unabhängig von seiner tatsächlich gezeigten Leistung in der Unternehmensführung belohnt, aber auch bestraft werden könne.

Kopp (1996) verdeutlicht die missbräuchlichen Manipulationsmöglichkeiten durch die vom Unternehmen veranlassten **Aktienrückkaufprogramme**, um den Aktienkurs nach oben zu treiben. Auch hier mangelt es an dem Bezug zur individuellen Management-Leistung. Gleichwohl werden diese Rückkäufe aber auch getätigt, um positive Signale über die wirtschaftliche Entwicklung an den Markt zu kommunizieren und sind insofern ambivalent zu beurteilen.

In ihren Ausführungen zu den Erfahrungen mit dem Einsatz von Aktienoptionsprogrammen weisen Löwe und Sieber (2002) explizit darauf hin, dass die Entwicklung des Aktienkurses nicht nur von der der Management-Leistung, sondern auch maßgeblich von der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung der Branche bzw. des Marktsegments beeinflusst werden. Es fehlt somit an einer eindeutigen Differenzierung zwischen diesen beiden Aspekte und als Folge können sich so genannte **Windfall-Profits**[213] für das Management ergeben.

Folgt man den Ausführungen von Achleitner und Wichels (2002), so ist die **Finanzierung** und **technische Ausgestaltung** von Aktienoptionsprogrammen mit ihren wesentlichen Eckpfeilern im deutschen Aktiengsetz geregelt. Der gesetzliche Rahmen für die Implementierung von Aktienoptionen als Vergütungsinstrument ist damit in der Tat gegeben, befindet sich aber auf einer sehr hohen Abstraktionsebene.

Mit der Einführung des Corporate Governance Kodex und der damit einhergehenden Offenlegung der Vorstandsgehälter hat sich zwischenzeitlich, trotz anfänglicher Widerstände aus den Reihen der betroffenen Unternehmen, eine höhere Transparenz hinsichtlich der Gehaltszahlungen an das Management ergeben. Darauf aufbauend fordert Wilhelm (2005) weiterhin eine höhere Transparenz und stärkere Performance-Orientierung bei der Vergabe von Aktienoptionen. Dieses sollte auch

---

[212] Vgl. dazu unter anderem: Winter, S. (2000), Optionspläne als Instrument wertorientierter Managementvergütung, Frankfurt am Main, S. 42

[213] Vgl. Weilemann, R. (1999), Value Based Compensation Plans, Bern, S. 285

mit einer größeren Bereitschaft zur Informationsbereitstellung der **Einkommensstruktur des Managements** einhergehen.

8.3 Wirtschaftlichkeit

Bei der Entwicklung eines Beteiligungsmodells entstehen je nach Komplexität und geografischem Verbreitungsgrad Kosten für das ausgebende Unternehmen. Diese Kostenspirale bewegt sich von der Planungs- bzw. Designphase bis zur vollständigen Implementierung und der laufenden Administration. Hierbei sollten die Kosten für die oben genannten Punkte die verfolgte Zielsetzung und damit den Nutzen nicht übersteigen.[214] Insbesondere der Aufwand für die Berechnung oder Differenzierung von relevanten Kennziffern als Grundlage für das Beteiligungsmodell aus dem Rechnungswesen ist genau zu analysieren[215], um das Kosten-/Nutzenverhältnis möglichst gering zu gestalten. Der Aufwand für die Berechnung einer Kennziffer, die nicht standardmäßig im Reporting an die Geschäftsleitung verankert ist, kann relativ hoch ausfallen. Als Beispiel ist die wertorientierte Kennziffer Economic Value Added (EVA®)[216] anzuführen, deren Berechnung aus dem Rechnungswesen in aller Regel mit hohem Aufwand verbunden ist. Wird die Kennziffer bereits als betriebswirtschaftliche Management-Steuerungsgröße eingesetzt, so bestehen hier sinnvolle Synergieeffekte hinsichtlich einer Übertragung als Bemessungsgrundlage für eine Mitarbeiterbeteiligung.

In der Literatur[217] wird vielfach diskutiert, dass die Kosten und die Wirtschaftlichkeit von geplanten und bestehenden Beteiligungsprogrammen in der Gesamtheit nicht berechenbar sind. Nicht ausschließlich die finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen definieren die Kosten und den Erfolg bzw. Misserfolg eines Beteiligungssystems, sondern in erster Linie auch die Mitarbeiter, die mit ihrem Einsatz und Beitrag zum Unternehmensergebnis beisteuern. Mithilfe von Schätzungen und darauf basierenden internen Verrechnungspreisen für die Entwicklung und Administration der Modelle kann man darüber hinaus zu einem brauchbaren Ansatz für die Beurteilung des Anforderungskriteriums kommen.

---

[214] Vgl. Isele, S. (1991), Managerleistungen, Managerleistung Messen – Beurteilen – Honorieren, Dissertation, Zürich, S. 159

[215] Vgl. Becker, F. G. (1990), Anreizsysteme für Führungskräfte, Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, Stuttgart, S. 26

[216] Entwickelt von der Unternehmensberatung Stern Stewart

Winter (1996) weist ebenfalls darauf hin, dass die Beurteilung einer Kosten-/Nutzenrelation in der Praxis mit erheblichen Problemen verbunden ist. Das Anforderungskriterium der Wirtschaftlichkeit bezieht sich dabei nicht nur ausschließlich auf die zu zahlende Entlohnung und den administrativen Aufwand eines Aktienoptionsprogramms, welcher grundsätzlich leicht zu beziffern ist. Für eine ganzheitliche Wirtschaftlichkeitsbetrachtung sind die folgenden kostenwirksamen Einflüsse einzubeziehen:

- Angemessenheit der Vorstandsbezüge gem. § 87 AktG
- Optionspreismodelle und Benchmarking
- Verwässerungseffekt
- Bilanzielle Implikation
- Repricing
- Entwicklungs- und Administrationskosten
- Kommunikation

In den letzten Jahren wurde die **Angemessenheit der Vorstandsgehälte**r mit steigender Tendenz kritisch in der Öffentlichkeit hinterfragt.[218] Damit einhergehend gerät auch die Rolle des Aufsichtsrats bei der Festlegung der Organvergütung zunehmend in den Fokus der aktuell stattfindenden Diskussionen zu diesem Thema. In diesem Zusammenhang bemängelt Scharbau (2002) vor allem, dass trotz sinkender Aktienkurse und Ertragseinbrüche Manager-Gehälter gestiegen sind. Hier zeigt sich ein möglicher Widerspruch zwischen der gewünschten Nachhaltigkeit in der unternehmerischen Führung und der gezeigten Management-Leistung.

Khoury und Gagnon (2004) weisen ausdrücklich darauf hin, dass die unentgeltliche Ausgabe von Aktienoptionen für das Unternehmen mit erheblichen Kosten verbunden sein kann. Aus diesem Grund wird gefordert, dass der Wert der ausgegebenen Optionen im Rahmen von **Optionspreismodellen** rechnerisch zu ermitteln ist, um die Kosten transparent auszuweisen.

Des Weiteren wird in der Literatur vielfach auf die Problematik des **Verwässerungseffekts** hingewiesen. Insbesondere bei der Gruppe der

[217] Vgl. Hentze, J., Kammel, A. (1988), Ansatzpunkte für eine Flexibilisierung der Führungskräfteentlohnung, in: Zeitschrift für Personalforschung, 2. Jg., Nr. 1, S. 41–56

[218] Vgl. Papendick, U. (2006), Club der Millionäre, in: Manager-Magazin, Heft. 7/2006, S. 32

institutionellen Investoren wird diese Form der Gewinnbeeinträchtigung als kritisch eingestuft. Bassen (2006) fordert, dass die mithilfe von Optionspreismodellen ermittelten Werte als Opportunitätskosten zu interpretieren sind, weil die Optionen nicht zu dem gewöhnlichen Marktpreis ausgegeben wurden. Nach McEnally und Kim (2006) gewinnt die Bewertung von Aktienoptionen eine stärkere Gewichtung, verbunden mit der Zielsetzung, einen Beitrag für eine transparente Vergütungspolitik seitens der relevanten Unternehmen zu leisten.

In der Vergangenheit waren die betriebswirtschaftlichen Kosten für Aktienoptionsprogramme nur bedingt in der Bilanz auszuweisen. Unterschiedliche Wahlrechte nach US-GAAP dürften tendenziell zu einer Verwirrung bei den Anteilseignern geführt haben, da es an einer unternehmenübergreifenden Vergleichbarkeit mangelte. Die zukünftigen **Bilanzierungsvorschriften** für Aktienoptionsprogramme dürften nach Aussagen vieler Beobachter dazu führen, dass durch den möglichen negativen Einfluss auf die Ertragssituation des Unternehmens dieses Vergütungsinstrument restriktiver gehandhabt wird. Damit wird gleichfalls das personalwirtschaftliche Vergütungskonzept der gewünschten langfristigen Wertorientierung in Frage gestellt, da jetzt ein tranparenter Einblick in die Kosten dieser Programme ermöglicht wird.

Eine in den USA diskutierte Problematik stellt das so genannte **Repricing** dar. Darunter wird verstanden, dass dem Optionsgeber die Möglichkeit eingeräumt wird, vereinbarte Performance-Ziele wegen unvorhergesehener Entwicklungen anzupassen, um Demotivationseffekten beim Management vorzubeugen. Auch wenn dieses Thema in Deutschland von den einschlägigen Fachgremien zurzeit nicht aufgegriffen wird, stellt es doch insbesondere vor dem Hintergrund der internationalen Verflechtungen einen zu berücksichtigenden Aspekt für die in Kapitel 9 vertieften Untersuchungen dar. Es ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn das Aktienoptionsprogramm für das deutsche Management von der Muttergesellschaft in den USA ausgegeben wird. Transparente Leistungsmessung bei gleichzeitiger Berücksichtigung der Aktionärsinteressen stehen mit dieser Möglichkeit in einem kontroversen Beziehungsgeflecht. In der Literatur gibt es einige Vorschläge, wie unvorhergesehene Entwicklungen angemessen berücksichtigt werden können. Klahold (1999) schlägt u. a. vor, einen branchenbezogenen Vergleichsindex heranzuziehen.

Entwicklungs- und administrative Kosten stellen insbesondere beim erstmaligen Aufsetzen eines Aktienoptionsprogramms einen besonderen Aufwand dar. Dieses gilt einerseits für die Entwicklung, andererseits aber auch für die Prozessgestaltung der sich anschließenden Verwaltung und Kommunikation. In der Literatur wird vielfach darauf verwiesen, dass die Kosten eines Plans die erhofften Ertragssteigerungen nicht überschreiten sollen. Plaschke (2003) verweist insbesondere auf methodische Probleme bei der exakten Quantifizierung der durch ein Aktienprogramm herbeigeführten Ertragssteigerungen und der Zurechnung der erzielten Wertschöpfungsbeiträge auf die einzelnen Individuen und ihre jeweiligen Leistungen.

Der Vollständigkeit halber sei der wichtige Aspekt des **Kommunikationsprozesses** aufgeführt. Für institutionelle Investmentgesellschaften ist es von Bedeutung, dass dem Management die Eckpfeiler und insbesondere die Performance-Erwartungen verständlich dargelegt wurde, um das gewünschte unternehmerische Agieren in die angestrebte und erhoffte Richtung zu gewährleisten.

8.4 Leistungsorientierung

Damit die angestrebte Leistungsorientierung seitens des Managements auch tatsächlich erreicht wird, ist es von signifikanter Bedeutung, bei der Ausgestaltung und der Implementierung eines derartigen Systems die strategischen Zielsetzungen des Unternehmens klar zu artikulieren und im Programm zu verankern. Das setzt umgekehrt voraus, dass die formulierte Strategie mit dem Aktienoptionsprogramm korrespondiert[219]. Nur so kann gewährleistet werden, dass die gewünschte Leistungsorientierung in die für das Unternehmen angestrebte Richtung gelenkt wird. Dabei sind Unternehmen einer sich ständig verändernden, dynamischen Umwelt- bzw. Marktsituation[220] ausgesetzt, deren Entwicklung sehr oft nicht exakt eingeschätzt werden kann. Die sich daraus logischerweise ergebende Notwendigkeit, flexibel auf neue Situationen und Konstellationen zu reagieren, muss auch bei der Entwicklung neuer bzw. bei der Beurteilung bestehender Aktienoptionsprogramme Rechnung getragen werden. Überkommene Regelungen können sich im Kontext solcher Umfeldveränderungen als anpassungs- oder

[219] Vgl. Schierenbeck, H., Arnsfeld, T., Herzog, M., Spieker, C. (1996), Leistungsorientierte Vergütungssysteme in Banken, Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der Universität Basel, S. 76

austauschbedürftig erweisen.[221] Hierbei ist es notwendig, flexibel auf Veränderungen der relevanten ökonomischen Eckdaten reagieren zu können, ohne dabei die Stabilität des umfassenden Konzepts aufzuweichen.[222]

Um diesen Aspekt zu würdigen, sollten die Optionsbedingungen eine Bereinigung von nicht-beinflussbaren Umfeldeinflüssen vorsehen, um die gewünschte Anreizorientierung beim Management zu erzielen. Demzufolge ist nach Knoll (2001) unter dem Aspekt der Leistungsorientierung eine gute Leistung auch bei schwierigen bzw. ungünstigen Umfeldbedingungen zu honorieren.[223] Damit sollen trotz guter Managerleistungen Demotivationstendenzen bei den Berechtigten vermieden und die handelnden Akteure an das Unternehmen gebunden werden.

Winter (1996) differenziert in diesem Zusammenhang zwischen beinflussbaren Leistungsbedingungen, die sich aus dem Leistungsverhalten ergeben, und den nicht beeinflussbaren Umwelteinflüssen. In der Praxis dürfte die Schwierigkeit darin bestehen, die Effekte von nicht-beinflussbaren Größen zu quantifizieren und dieses in die Bewertung des tatsächlichen Leistungsergebnisses zu überführen. Eine Möglichkeit, dieses Problem abzuschwächen, bietet z. B. der relative Vergleich der tatsächlich gezeigten Management-Leistung im Rahmen eines branchenbezogenen Benchmarkings. Mit der Einrichtung dieses Benchmarkingvergleichs wird insbesondere bei der Bewertung der Management-Leistung gleichzeitig dem Aspekt der Marktgerechtigkeit Rechnung getragen.

Auf Basis der vorabgestellten Überlegungen bilden die folgenden Parameter die wesentliche Gestaltungsgrundlage der angestrebten Leistungsorientierung[224]:

- Festlegung des Basispreises
- Indexierung bzw. Benchmarking

---

[220] Zu diesen nicht kontrollierbaren Veränderungen zählen z. B. Änderungen in der Steuergesetzgebung, Verlust von Marktanteilen, die das Unternehmen nicht zu verantworten hat, Umweltkatastrophen etc.

[221] Vgl. S. Winter (1996), Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen, Wiesbaden, S. 79

[222] Vgl. zum Spannungsfeld von Flexibilität und Stabilität auch: Bursee, M. (1999), Flexibilitätspotential und Organisationsgestaltung, Berlin

[223] Vgl. Knoll, L. (2001), Fusionen und Managerbezüge: Schaffung oder Vernichtung von Shareholder Value?, in: Finanz Betrieb, Nr. 4/2001, S. 239–246

[224] Vgl. Löwe, C., Sieber, U. D (2002), Erfahrungen mit dem Einsatz von Stock Option-Plänen – die Reaktion des Kapitalmarktes. S. 45–66 in: Achleitner, A. K., und Wollmert, P.: Stock Options – Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung. Stuttgart, 2002

Bei der **Festlegung des Basispreises** wird in der Literatur explizit darauf hingewiesen, dass vor allem kurzfristige auf den Aktienkurs einwirkenden Ereignisse, die außerhalb des Beeinflussungsbereiches des Managements liegen, in ihrer Tragweite abzumildern sind. Bei der Auswertung der zugrunde gelegten Anzahl von Handelstagen bei den Unternehmen im DAX-30-Segement für die Durchschnittskursbildung ergab sich eine auffallend große Variation zwischen den einzelnen Unternehmen (vgl. Kapitel 10.8.8). Sauters und Babel (2002) fordern, dass es zu vermeiden gilt, den Kurs an einem einzigen Stichtag zur Determinierung des Basispreises heranzuziehen.

Des Weiteren schlägt Siddiqui (2000) eine wertschöpfende Ausgestaltung der Optionsbedingungen im Rahmen einer **Indexierung** an eine zu definierende Vergleichsgröße vor und regt die Festlegung von absoluten und/oder relativen Ausübungshürden an, deren Überschreitung als Indiz für eine positive unternehmerische Wertschöpfung verstanden werden kann.

8.5 Anreizkompatibilität

Sinnvoll ist es weiterhin, die Ausgestaltung eines Aktienoptionsprogramms an der Forderung nach Anreizkompatibilität zu prüfen. Konkret bedeutet dies, dass nur solche Verhaltensweisen belohnt werden, die im Interesse der Eigentümer stehen.[225] Diese Anforderung steht im direkten Verhältnis zum Shareholder-Value[226]-Ansatz. Basierend auf der Principal-Agent-Theorie[227] impliziert dieses Anforderungskriterium, dass die Interessen der Eigentümer und die der Führungskräfte auf eine einheitliche strategische Zielsetzung ausgerichtet werden sollen. In diesem Zusammenhang kommt der Auswahl der Bemessungsgrundlage eine signifikante Bedeutung zu. Dabei müssen die Führungskräfte bzw. die Mitarbeiter aus den unterschiedlichen Hierarchie-Ebenen die Möglichkeit erhalten, durch ihr direktes Einwirken den Erfolg der Unternehmung maßgeblich so zu beeinflussen, dass eine möglichst große Deckung mit den Interessen der Eigentümer erreicht wird.[228] Hier ist eine direkte Bindung zwischen der Wirksamkeit eines

[225] Vgl. Winter, S. (1996), Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen, Wiesbaden, S. 90
[226] Dieser Ansatz erklärt die dauerhafte Steigerung des Unternehmenswerts zum zentralen Ziel der Unternehmensleitung
[227] Vgl. Kapitel 6.3.2
[228] Hungenberg, H. (1999), Anreizsysteme für Führungskräfte – Theoretische Grundlagen und praktische Ausgestaltungsmöglichkeiten, in: Hahn, D. (Hrsg.), Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 8. Aufl., Heidelberg, S. 724

Anreizes mit der dahinter stehenden Belohnung wichtig.[229] *„Das Top-Management soll marktgerecht vergütet werden, wenn es den Investoren die erwartete Rendite auf den Marktwert ihres Investments liefert.“*[230]

Diese Überlegung ist im Allgemeinen plausibel, sollte zumindest in Einzelfällen aber auch kritisch hinterfragt werden. So ist bei sanierungsreifen Unternehmen oft zu beobachten, dass den für den Sanierungsprozess verantwortlichen Top-Managern überdurchschnittliche Gehälter gezahlt werden, obwohl absehbar ist, dass gängige Rentabilitätsmaße – etwa die Gesamtkapitalrendite – selbst im Erfolgsfall noch über Jahre hinter dem Marktdurchschnitt zurückbleiben werden. Der Grund hierfür ist, dass sich ohne Aussicht auf eine überdurchschnittliche Vergütung oft niemand finden würde, der über die hohe Durchsetzungsfähigkeit und Risikobereitschaft verfügt, welche eine derartige Tätigkeit erfordert. Die Frage nach der Anreizkompatibilität kann demnach nie ohne Berücksichtigung der aktuellen Lage und der strategischen Businessplanung des Unternehmens geklärt werden. Folglich ist zu beachten, dass für ausreichende Anreizkompatibilität die Messbarkeit der Zielvariablen eines Aktienoptionsprogramms durch den Eigentümer einerseits und die Möglichkeit der Einwirkung auf die Entwicklung der Variablen andererseits gegeben sein muss.[231] Für eine adäquate Einbindung dieses Anforderungskriteriums für die Funktionsfähigkeit eines Aktienoptionsprogramms sind die folgenden Aspekte näher zu analyisieren:

- Zielgruppe
- Risikoverhalten des Managements
- Dividendenpolitik

Es wird vielfach von Kritikern darauf verwiesen, dass sich Aktienoptionen aus Gründen der Anreizkompatibilität nicht als Vergütungsinstrument für Funktionen unterhalb der Führungsebene eines Unternehmens eignen. Als Argumente für diese Sichtweise werden u. a. die fehlende Beeinflussbarkeit des Aktienkurses durch diese **Zielgruppe** sowie auch die Komplexität der Systeme genannt.

---

[229] Vgl. Hagen, R. (1985), Anreizsysteme zur Strategiedurchsetzung, Spardorf, S. 271
[230] Kramarsch, M. H. (2000), Aktienbasierte Management-Vergütung, Stuttgart, S. 38
[231] Vgl. Ferstl, J. (2000), Managervergütung und Shareholder Value, Konzeption einer wertorientierten Vergütung für das Top-Management, Wiesbaden, S. 27

Irwin (1998) zeigt in seinen Ausführungen über Erfahrungsberichte aus amerikanischen und angloamerikanischen Unternehmen (vgl. Kapitel 9.4.1) mit Aktienoptionen allerdings auf, dass diese unter bestimmten Voraussetzungen auch für Beschäftigte nachgeordneter Hierarchiestufen ein geeignetes Incentivierungsinstrument darstellen können. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass die Eckdaten des Programms in hohem Maße mit den unternehmensspezifischen Zielsetzungen und Rahmenbedingungen korrespondieren. Ferner sollte während der Implementierungsphase ein Kommunikationskonzept existieren und umgesetzt werden, das auf die unterschiedlichen Mitarbeitergruppen spezifisch auszurichten ist.

Laut Bassen (2002) können seitens des Managemnts bei einem positiv verlaufenden Aktienkurs wichtige investive Entscheidungen unterlassen werden, um die Gefahr einer Fehlentscheidung zu minimieren. Diese möglichen unternehmerischen Fehlentscheidungen können sich anschließend negativ auf den Verlauf des Aktienkurses und somit auch auf den Ausübungsgewinn der Berechtigten auswirken. Andere Studien (vgl. Kapitel 9.4.2) über das **Risikoverhalten des Managements** zeigen allerdings auch die Wachstumspotenziale auf, die sich mit der Vergabe von Aktienoptionen einstellen können.

Die Studie von McCann (1994) untermauert die These, dass Aktienoptionsprogramme die Unternehmensleitung dazu verleiten können, eine konservative Ausschütungs- bzw. **Dividendenpolitik** zu praktizieren und durch die Thesaurierung verteilungsfähiger Gewinne einen positiven Einfluss auf den jeweiligen Aktienkurs zu bewirken. Unabhängig von den übrigen Risiken und Vorteilen (vgl. Kapitel 9.4.3) kann daraus dann ein Interessenkonflikt resultieren, wenn die Aktionäre des betreffenden Unternehmens besonders Wert auf hohe und stetige Dividendenzahlungen legen. Bei der Beurteilung der Anreizkompatibilität muss auch dieser potenzielle Interessenkonflikt Berücksichtigung finden.

8.6 Strategische Ausrichtung

Aktienoptionsprogramme sind durch einen strategischen Charakter geprägt, weil sie das unternehmerische Handeln der Mitarbeiter nachhaltig fördern und dazu beitragen sollen, die Gesamtunternehmensziele in kurzfristiger wie auch langfristiger Sicht zu

erreichen. Hier ist ein kontinuierlicher Abgleich des strategischen Beteiligungskonzepts mit der verfolgten Unternehmensstrategie notwendig, um die angestrebten unternehmensspezifischen Zielsetzungen auch tatsächlich zu erreichen. Die artikulierten Ziele der Eigentümer können von denen der verantwortlichen Führungskräfte bzw. Mitarbeiter durchaus abweichen.[232]

Fragwürdig scheint hier allerdings eine einseitige Ausrichtung auf den Shareholder-Value-Gedanken. Neben der konkreten Verfolgung der Eigentümerinteressen ist eine Fokussierung im Sinne des "Value Development" auf die Interessen der Mitarbeiter ebenso bedeutend, da sie letztlich mit ihrem Einsatz für den wirtschaftlichen Erfolg mitverantwortlich sind (vgl. Kapitel 6). Eine sinnvolle und betriebswirtschaftliche Verbindung zwischen Shareholder Value, hier Steigerung der Wirtschaftlichkeit und Entwicklung des Unternehmenswerts, mit dem Stakeholder Value, hier Steigerung der Mitarbeiterleistung und Entwicklung der Unternehmenskultur, bietet eine solide Ausgangsplattform für den Erfolg einer Unternehmung.[233]

Diese beiden Ansätze stehen nicht in Konkurrenz zueinander, sondern können im Rahmen einer intelligenten Verbindung miteinander korrespondieren. Oftmals wird in diesem Zusammenhang gefordert, das ein Beteiligungskonzept auch qualitative Erfolgsfaktoren berücksichtigen muss.[234] Werden untereinander verschiedene Zielsetzungen mit unterschiedlichen Zeithorizonten verknüpft, so kann die Setzung entsprechender Anreize durch eine Kombination von Short-term (STIP) oder Long-term Incentives (LTIP) erfolgen. Inbesondere dann, wenn langfristig ausgerichtete Aktienoptionsprogramme Bestandteil von LTIPs sind, besteht seitens des Unternehmens die Möglichkeit, durch eine adäquate Ausgestaltung entsprechender Sperrfristen (siehe hierzu Abschnitte 9.5.1 und 10.7.5) die geforderte langfristige Ausrichtung zu berücksichtigen.

In der Literatur werden unterschiedliche Möglichkeiten der **langfristigen Anreizorientierung** diskutiert. U. a. wird empfohlen, den frühestmöglichen Ausübungszeitpunkt für die ausgegebenen Optionen nach Ablauf von zwei bzw. mehreren Jahren festzulegen. Eine entsprechende Vorschrift ist mittlerweile auch im

[232] Vgl. Hachmeister, D. (2001), Möglichkeiten und Grenzen wertorientierter Steuerungskennzahlen als Bemessungsgrundlage der Entlohnung für Führungskräfte, S. 50, in: v. Eckardstein, D. (Hrsg.), Handbuch Variable Vergütung für Führungskräfte, München

[233] Vgl. Fröhlich, W. (1998), Value Development durch Personalmanagement, S. 17, in: Fröhlich, W. (Hrsg.), Value Development: Zukunft der Personalarbeit, Frechen

[234] Vgl. Aschmann, S. (1998), Mehrdimensionale Beteiligung der Mitarbeiter am Gesamtunternehmenserfolg: Modell einer anspruchsorientierten Mitarbeitererfolgsbeteiligung, München, S. 83

Aktiengesetz enthalten. Einige Kritiker von Aktienoptionsprogrammen empfehlen darüber hinausgehende Gestaltungsvarianten, durch die eine langfristige Anreizwirkung – etwas mithilfe zusätzlicher Ausübungsbeschränkungen oder Haltefristen – gestärkt wird. So sollte etwa Winter (1997) zufolge der Anreiz für eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts damit erhöht werden, dass die Aktien, die der Berechtigte durch den Eintausch der Optionen erhält, erst nach Ablauf einer weiteren Frist eintauschbar sind.

8.7 Fazit zu den Anforderungskriterien

Die oben beschriebenen Anforderungen als Anknüpfungspunkte zur Bewertung der Beteiligungsbasen für Erfolgsbeteiligungsprogramme sind grundsätzlich idealtypisch zu verstehen. Sie sind in der Praxis kaum alle vollständig zu erfüllen, da sie neben den bereits erwähnten wechselseitigen Beziehungen zum Teil sogar Zielkonkurrenz aufweisen können (vgl. Kapitel 9.4 Anreizkompatibilität). So wird ein eindeutiger und direkter Bezug zur Leistung nicht immer explizit nachzuweisen sein, weil exogene Faktoren und die Komplexität der Rahmenbedingungen dieses nicht immer zulassen. Eine Beteiligung der Geschäftsführung bzw. des Vorstands allein an der Entwicklung des Aktienkurses als Grundlage für ein monetäres Anreizsystem ist kritisch zu hinterfragen, weil diese Performance-Größe nicht nur allein von der positiven oder negativen unternehmerischen Leistung der Führungskräfte abhängig ist, sondern auch von externen Größen wie etwa Zins- oder Geldmengenschwankungen, die auf den Kapitalmarkt einwirken und somit nicht direkt beeinflussbar sind.

Dennoch sollte es grundsätzlicher Anspruch sein, mithilfe der Anforderungskriterien ein zu entwickelndes bzw. bereits bestehendes Aktienoptionsprogramm hinsichtlich der unternehmensspezifischen Zielsetzungen zu beurteilen, um ein möglichst hohes Maß an Sicherheit für eine erfolgreiche Anwendung des Unternehmens und der Mitarbeiter zu erzielen.

Ein Anforderungskriterium, welches in der Literatur kaum Erwähnung findet, ist die Einbindung ausgewählter Mitarbeiter bzw. Mitarbeitervertretungen in die Entwicklung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Die Berücksichtigung der Mitarbeiterinteressen in den ersten Phasen der Konzeptionierung eines Systems führt erwartungsgemäß zu einer höheren Akzeptanz des Programms. Im Rahmen dieses Kommunikationsprozesses werden die Interessen der Eigentümer und der

Mitarbeiter in einem frühen Stadium artikuliert und – soweit möglich – in ein gemeinsames Konzept integriert.

Wichtig ist in diesem Zusammenhang zu erwähnen, dass der Personalarbeit als Dienstleister für die Mitarbeiter eine bedeutende Rolle bei der Konzeptionierung von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen und deren Implementierung zukommt. Es wird und es ist ihre Aufgabe, die Interessen der Eigentümer und die der Mitarbeiter zu definieren und aufeinander abzustimmen.

„... Das Personalmanagement erhält hierbei eine Schlüsselrolle als Katalysator zur Verbesserung des Stakeholder Value und damit in der Folge auch des Shareholder Value.“[235]

[235] Vgl. Gaugler, E. (1997), Shareholder Value und Personalmanagement, in: Personal, Heft 4/97, Köln, S. 168–175

9 Bewertung von Aktienoptionsprogrammen

Aufbauend auf der vorangegangenen Beschreibung der in der Literatur genannten Anforderungs- und Bewertungskriterien werden im Folgenden Aktienoptionsprogramme als ein Instrument der aktienbasierten Vergütung für das Management eingehend daraufhin untersucht, inwieweit sie für eine adäquate Honorierung der gezeigten Management-Leistung geeignet sind. Dabei werden wesentliche Kritikpunkte und die sich daraus ergebenden Optimierungsmöglichkeiten aufgezeigt. Die folgende Tabelle liefert einen Überblick über die nachfolgend im Detail untersuchten Bewertungskriterien.

Transparenz	Wirtschaftlichkeit	Leistungs-orientierung	Anreiz-kompatibilität	Strategische Ausrichtung
1. Bilanz-manipulation	9. Angemessen-heit der Vorstands-bezüge	16. Festlegung des Basispreises	18. Zielgruppe	21. Langfristige Ausrichtung
2. Insiderwissen	10. Optionspreis-modelle und Benchmarking	17. Indexierung bzw. Benchmarking	19. Risikoverhalten des Managements	
3. Free-Rider-Verhalten	11. Verwässerungs-effekt		20. Dividenden-politik	
4. Kapitalmarkt-trends und externe Markteinflüsse	12. Bilanzierung und Einfluss auf die Ertragssituation			
5. Aktienrückkauf in manipulativer Hinsicht	13. Repricing			
6. Windfall-Profits	14. Entwicklungs- und Administrations-kosten			
7. Finanzierung und Ausgestaltungs-parameter	15. Kommunikation			
8. Einkommens-struktur des Managements				

Tabelle 3: Übersicht Bewertungskriterien
Quelle: Eigene Darstellung

9.1 Transparenz

Das Bewertungskriterium der Transparenz lässt sich in zwei Bewertungsfelder unterteilen. Es gilt einerseits zu untersuchen, inwieweit bei der Vergabe von Aktienoptionen der Aktienkurs als transparenter Indikator für die Messung der Manager-Leistung herangezogen werden kann. Eine wesentliche Voraussetzung hierfür ist die aktive Beeinflussbarkeit durch das Management. Andererseits ist zu analysieren, inwieweit die Ausgestaltung der gewählten Vergütungsinstrumente die Anforderung der transparenten Nachvollziehbarkeit (Systemtransparenz) für außenstehende Interessengruppen wie z. B. Shareholder, Investoren, Mitarbeiter, Analysten und Kreditgeber erfüllt.

9.1.1 Beeinflussbarkeit

9.1.1.1 Bilanzmanipulation

Durch die Nutzung von Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechten – etwa bei Abschreibungen, der Bildung und Auflösung von Rückstellungen, Leasing-Transaktionen und selbst erstellten Aktiva – lässt sich seitens des Managements gezielt Einfluss auf die Bilanzpolitik und damit auf den Ergebnisausweis der Unternehmung nehmen.[236] Der – polemisch auch als „Bilanzkosmetik“ – bezeichnete Missbrauch von Gestaltungsmöglichkeiten steht im Widerspruch zu den Zielsetzungen, die mit aktienkursorientierten Vergütungsinstrumenten verfolgt werden. Es ist nicht auszuschließen, dass das Management aufgrund der angesprochenen Anreizwirkungen etwa von Aktienoptionsprogrammen versucht, durch Manipulation des Jahresabschlusses diesen nach oben zu beeinflussen. Bilanzskandale, wie sie z. B. bei den Unternehmen Philipp Holzmann, Balsam, Flowtex oder – in den USA – bei Enron vorgefallen sind, verdeutlichen die Gefahr der Ausnutzung der Bilanzierungsspielräume.[237]

Die Erwartung, dass sich durch die Übernahme US-amerikanischer Bilanzierungsstandards (US-GAAP) derartige Manipulationsmöglichkeiten eindämmen lassen, hat sich als Trugschluss erwiesen. Im Zusammenhang mit den – heute oft auch grenzüberschreitenden – Unternehmenszusammenschlüssen bzw.

[236] Vgl. Liebert, N. (2001), Heiße Diskussion über Bilanzkosmetik, in: Financial Times Deutschland, Nr. 200, 16.10.2001, S. 10

-akquisitionen haben nicht zuletzt amerikanische Firmen die Möglichkeit, den Goodwill einer gekauften Unternehmung kursschonend in der Bilanz zu „verstecken“, wenn der Preis der gekauften Unternehmung über dessen Buchwert liegt. Statt den Goodwill gleichmäßig über eine bestimmte Periode abzuschreiben, wird er gem. US-GAAP zu jedem Bilanzstichtag auf seine Werthaltigkeit überprüft. Es ist somit dem Management überlassen, ob eine Wertberichtigung durchgeführt wird oder nicht. Gewünschte Bilanzergebnisse können somit nach oben bzw. unten gesteuert werden.[238] Unternehmen mit unübersichtlichen Konzernstrukturen können darüber hinaus Gewinne und Verluste über nicht konsolidierte Tochtergesellschaften verstecken und damit (aus Sicht der externen Adressaten des Jahresabschlusses) unerwünschte Einflüsse auf den Aktienkurs ausüben.[239]

Eine weitere Möglichkeit, den Gewinn einer Unternehmung zu erhöhen und damit einen positiven Einfluss auf den Aktienkurs auszuüben, sind die so genannten Pro-forma-Berechnungen. Dieses Instrumentarium wird insbesondere im Rahmen von Fusionen gewählt. Es soll potenziellen Anlegern eine Vorstellung geben, wie eine mögliche Ertragslage nach einer Fusion aussehen kann. Insbesondere Analysten setzen gern diese legale Methode der Bewertung ein. Dabei werden allerdings Aufwandsposten, die Anlaufkosten darstellen und für die operative Entwicklung angeblich keine Bedeutung besitzen, ausgeklammert. Auch bekannte Unternehmen wie Microsoft, Dell Computer, Cisco Systems oder Nokia nutzen dieses Instrument, um Aufwendungen entsprechend zu drücken. Das Ausklammern von Kosten für die Ausgabe von Aktienoptionen (vgl. Kapitel 9.2.4 Bilanzierung von Aktienoptionsprogrammen) und die oben angeführten Wertberichtigungen des Goodwill gehören zu dieser Kategorie.[240]

9.1.1.2 Ausnutzung von Insiderwissen

Auch **Insiderwissen** kann dazu genutzt werden, um beispielsweise vor der Auflage eines Aktienoptionsprogramms den Kurs nach oben zu beeinflussen. Das Management börsennotierter Unternehmen steht im Fokus der Investoren und

---

[237] Vgl. o. V. (2003), in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 157, 10.07.2003, S. 15
[238] Vgl. Luckmann, R. (2002), Wo Transparenz draufsteht, ist nicht immer Transparenz drin, in: Handelsblatt, Nr. 25, 05.02.2002, S. 9
[239] Vgl. Weiß, D. M. (1999), Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln, S. 98
[240] Vgl. Dries, F. (2002), Der große Bluff, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 12, 15.01.2002, S. 13; vgl. Liebert, N. (2001), Heiße Diskussion über Bilanzkosmetik, in: Financial Times Deutschland, Nr. 200,

Analysten, die durch ihre Kommunikation in der Öffentlichkeit einen gezielten Einfluss auf das Image und die wirtschaftlichen Erfolgsaussichten eines Unternehmens ausüben können. Bundesweite bzw. internationale Roadshows der Vorstände zu der Ertragslage der Unternehmung lassen den Schluss zu, dass der Vorstand viel Zeit und Energie darauf verwendet, den Informationshunger dieser Personen mit möglichst erfreulichen Meldungen – z. B. über hohe Aktienkurse – zu stillen.[241] Negative Auswirkungen auf den Aktienkurs sollen damit weitgehend vermieden werden. Dazu zählt auch, die Gewinnsituation des Unternehmens positiv darzustellen. Ein möglicher Hebel, um diese Wirkung zu erzielen, ist, die Ausgaben für Forschung und Entwicklung zu reduzieren, da diese als Aufwand den Gewinn reduzieren und mögliche Erträge sich erst später einstellen.

Ein anderes Instrument zur Generierung und Ausnutzung von Informationsasymmetrien ist die Akkumulation von stillen Reserven in erfolgreichen Jahren und deren anschließende Auflösung in Schwächephasen.[242] Auf diesem Wege kann erreicht werden, dass das von den bilanziellen Erfolgsausweisen gezeichnete Bild der Unternehmensentwicklung kontinuierlicher aussieht, als es tatsächlich ist. Wenn externe Beobachter dieses Verhalten nicht erkennen, werden sie dazu neigen, das Risiko einer Beteiligung an dem betreffenden Unternehmen zu unterschätzen, und dessen Aktien folglich höher zu bewerten, als es ökonomisch gerechtfertigt wäre. Außerdem kann die Auflösung stiller Reserven dazu genutzt werden, kurzfristig die Gewinnerwartungen externer Analysten zu übertreffen und eine entsprechend positive Kursreaktion just in dem Moment zu provozieren, wo es aus Sicht der Optionsinhaber besonders vorteilhaft ist. Da hier die Optionsinhaber aus einem Informationsvorsprung gegenüber Externen Nutzen ziehen, kann auch ein derartiges Verhalten als Insider-Tatbestand interpretiert werden.

Ferner könnte ein Aktienoptionsprogramm einige Zeit vor einer geplanten Mitteilung an Analysten aufgelegt werden, insbesondere bei der Bekanntgabe von positiven Ertragsmeldungen, um den Aktienkurs – und damit die Werthaltigkeit der ausgegebenen Optionen – positiv zu beeinflussen. Analog lässt sich auch für bereits

---

16.12.2001, S. 10; vgl. Kühnel, S. (2001), Bilanzierungskniffe werden bei US-Firmen beliebter, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 202, 03.09.2001, S. 28

[241] Vgl. Adams, M. (2002-b-), Ausplünderung, Aktienoptionsprogramme laden zum Missbrauch ein, und das nicht nur in den USA. Auch bei uns ist die Versuchung größer als die moralische Kraft der meisten Vorstände, Manager Magazin, Nr. 12, 01.12.2002, S. 140

[242] Vgl. Schwetzler, B. (1999), Shareholder Value Konzept, Managementanreize und Stock Option Plans, in: DBW, Nr. 59, 1999, S. 337

bestehende Aktienoptionsprogramme argumentieren, bei denen die Sperrfrist kurz vor Ablauf steht und dem Management das Recht eingeräumt wird, die Optionen in Aktien einzulösen.[243]

Darüber hinaus nutzen einige Unternehmen die Ankündigung größerer Reorganisationsmaßnahmen, um positive Signale für Kosteneinsparungen an die Börse zu senden und damit den Aktienkurs zu beeinflussen.[244] Kurzfristig lassen sich durch solche Ankündigungen Kurssteigerungen aufgrund der seitens der Aktionäre erhofften Kosteneinsparungen erzielen. Erfahrungswerte deuten aber eher darauf hin, dass sich Aktien der Unternehmen mit den größten Restrukturierungspaketen über einen längeren Zeitraum unterdurchschnittlich entwickeln.[245]

9.1.1.3 Free-Rider-Verhalten

Zu bedenken ist ferner, dass der Aktienkurs nicht nur durch die Manager-Leistung beeinflusst wird, sondern das Leistungsergebnis der Gesamtbelegschaft ist. Durch die Weisungsbefugnisse und Gestaltungsmöglichkeiten des Top-Managements können dessen Mitglieder Zielvorgaben an die nachgelagerten Hierarchie-Ebenen weiterleiten. Somit nimmt das Management direkt Einfluss auf das Leistungsverhalten der nachgelagerten Mitarbeiterebenen. Indirekt kann damit die Verantwortung für das Leistungsniveau für das gesamte Unternehmen beim Top-Management gesehen werden.[246] Dies entspricht auch dem Shareholder-Value-Ansatz, gem. dem das Top-Management durch seine operativen, investiven und finanzwirtschaftlichen Entscheidungen direkt Einfluss auf den Unternehmenswert nimmt.[247]

Letztlich steht und fällt die Wertentwicklung des Unternehmens aber auch mit der Leistung und dem Verantwortungsbewusstsein einer Mitarbeitermehrheit. Deswegen

---

[243] Vgl. Yermack, D. (1997), Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, in: The Journal of Finance, no. 52, 1997, p. 449

[244] Vgl. o. V. (2005-d-), Deutsche Bank Chef verteidigt Pläne, Ackermann weist die Kritik energisch zurück, in: Handelsblatt, 10.02.2005

[245] Vgl. Dries, F. (2002), Der große Bluff, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 12, 15.01.2002, S. 13

[246] Vgl. Wenger, E. (1998), Aktienoptionsprogramme für Manager aus der Sicht des Aktionärs, S. 64, in: Meffert, H., Backhaus, K. (Hrsg.), Stock Option und Shareholder Value, Münster, S. 51–69

[247] Vgl. v. Einem, C., Pajunk, A. (2002), Zivil- und gesellschaftsrechtliche Anforderungen an die Ausgestaltung von Stock Options nach deutschem Recht und deren Ausstrahlungswirkung auf die steuerliche und bilanzielle Behandlung, S. 100, in: Achleitner, A.-K., Wollmert, P. (Hrsg.), Stock Options, Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart; vgl. Klemund, M. (1999), Stock Option Plans. Ein Anreizsystem zur langfristigen Steigerung des Shareholder-Value, S. 70, in: v. Heidorn, T., Cremers, H., Moormann, J. (Hrsg.), Reihe: Diskussionsbeiträge zur Bankbetriebswirtschaftslehre, Bd. 12, Frankfurt a. M.

liegt es nahe, auch Beschäftigten nachgeordneter Hierarchiestufen die Möglichkeit zu eröffnen, ebenfalls mit Teilen ihrer Vergütung an der unternehmerischen Wertschöpfung zu partizipieren. Ein nach Beschäftigtengruppen differenzierter Einsatz aktienkursbezogener Vergütungsinstrumente kann als ein Mittel zur Erreichung dieses Ziels eingesetzt werden. Kritisch zu beurteilen wäre es, wenn die Honorierung der individuellen Manager-Leistung allein durch aktienkursorientierte Vergütungsinstrumente erfolgte, da deren Werthaltigkeit nicht nach der individuellen Leistung der Berechtigten differenziert werden kann.[248] In diesem Zusammenhang kann es zu so genannten **Free-Rider**-Problemen kommen. Darunter ist zu verstehen, dass Manager im Rahmen der gesamten Performance-Bewertung für eine Leistung belohnt werden, für die sie keinen signifikanten Beitrag geliefert haben. Eine individuelle Beeinflussbarkeit der Werthaltigkeit aktiengestützter Vergütungsinstrumente[249], die Wiedergabe der erzielten Leistungsergebnisse durch deren Marktwert, ist damit sehr begrenzt und bietet folglich nur bedingt eine Grundlage für die gewünschte langfristige Anreizwirkung.

9.1.1.4 Kapitalmarkttrends und externe Markteinflüsse

Im Zuge der heftigen Kurseinbrüche, die an den internationalen Aktienmärkten zwischen Frühjahr 2000 und Ende 2002 zu verzeichnen waren, und nach Bekanntwerden mehrerer Fälle von Bilanzmanipulationen intensivierte sich einerseits die Debatte über Fragen der Unternehmenssteuerung (vgl. Kapitel 7); andererseits wurde aber auch die Eignung des jeweiligen Aktienkurses als alleiniger Indikator für die Management-Leistung zunehmend in Frage gestellt. Die exorbitanten Kurssteigerungen, die zumindest in den Technologiesegmenten des Aktienmarkts zwischen Anfang 1997 und Frühjahr 2000 zu beobachten waren, erscheinen vielen Beobachtern im Nachhinein als Symptome eines „irrationalen Überschwangs“[250].

Tatsächlich haben empirische Studien[251] Anlass zu der Vermutung gegeben, dass sich etliche Anleger bei ihren Investitionsentscheidungen von Trends aus der

[248] Vgl. Winter, S. (2000), Optionspläne als Instrument wertorientierter Management-Vergütung, Frankfurt am Main, S. 42; vgl. Baums, T. (1997), Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, S. 8; vgl. Easterbrook, F. H., Daniel, R. (1996), The Economic Structure of Corporate Law, London, p. 172

[249] Vgl. Milgrom, P., Roberts, J. (1992), Economics, Organization and Management, Englewood Cliffs, p. 214ff.

[250] Shiller, R. J. (2005), Irrational Exuberance, Princeton, NJ, Princeton University Press

[251] Vgl. hierzu beispielhaft: Gencay, R. and Stengos, T. (1997), "Technical Trading Rules and the Size of the Risk Premium in Security Returns", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics,* vol. 2, no. 2, art. 1; sowie

Vergangenheit haben leiten lassen – also tendenziell eher Wertpapiere kaufen, deren Kurs innerhalb eines bestimmten Zeitfensters, beispielsweise während der vergangenen 60 Handelstage, eine Aufwärtstendenz aufweist. Ist diese Tendenz stark genug, so führen diese Käufe zu weiteren Kurssteigerungen, welche wiederum weitere Käufer anziehen und dadurch möglicherweise einen kumulativen Selbstverstärkungsprozess für den einmal begonnenen Trend auslösen. Der Scheitelpunkt einer derartigen Entwicklung ist dann erreicht, wenn eine genügend große Anzahl von Wertpapierbesitzern beabsichtigt, ihre zunächst nur „auf dem Papier" erzielten Kursgewinne zu Bargeld zu machen, und durch die Gesamtheit ihrer Verkaufsaufträge so viel Druck auf die Kurse ausübt, dass diese auf breiter Front zu fallen beginnen. In diesem Fall kann eine umgekehrte Entwicklung einsetzten: Weitere Anleger können die Unterbrechung des bislang beobachteten Aufwärtstrends als Verkaufssignal deuten und durch ihr Handeln eine abwärts gerichtete Kursspirale auslösen, in deren Verlauf sich beobachtete Kurseinbußen und weitere Verkäufe wechselseitig verstärken – das hält so lange an, bis fundamentale Indikatoren weit genug gefallen sind, um wieder genügend Käufer anzulocken, um den Abwärtstrend umzukehren.

Es ist allerdings wichtig festzuhalten, dass die hier skizzierte, idealtypische Entwicklung nicht mit naturgesetzlicher Regelmäßigkeit auftritt, sondern nur ein Erklärungsmodell für gelegentlich auftretende, extreme Kursübertreibungen nach oben oder unten darstellt. Historische Ereignisse wie der Wiener „Börsenkrach" der Jahre 1873[252] und 1929[253], die Währungskrisen ausgewählter Länder Südostasiens und Russlands 1997/98[254] und das Entstehen und Umkippen der Technologie-Euphorie in den Jahren 1997 bis 2002 unterstreichen jedoch die Plausibilität dieser Überlegungen.

Die beschriebenen Erfahrungswerte sind deutliche Indizien dafür, dass Aktienkurse nicht ausschließlich von der jeweiligen Management-Leistung beeinflusst werden, sondern ebenfalls von nicht kontrollierbaren **Kapitalmarkttrends** bzw. externen

---

Siddiqui, S. (2005), Do Interest Rate Trends Affect Future Stock Market Returns? Evidence from U.S. Markets, in: Finance Letters vol. 3, issue 2, 2005

[252] Maier, H. (1973), Börsenkrach und Weltausstellung in Wien: Ein Beitrag zur Geschichte der bürgerlich-liberalen Gesellschaft um das Jahr 1873. Diss. phil. Karl-Franzens-Universität Graz, Wien, 1973

[253] Galbraith, J. K. (1955), The Great Crash, 1929; Boston, Houghton Mifflin, 1955

[254] Herr, H. (2000), Die Finanzkrise in Russland im Gefolge der Asienkrise, in: Aus Politik und Zeitgeschichte B 37-38/2000

Markteinflüssen.[255] Dies gilt umso mehr angesichts der Tatsache, dass sich derartige Trends nicht selten gegenläufig zu internen Profitabilitäts- und Wertkennziffern der betreffenden Unternehmen entwickeln.[256]

Hinzu kommt, dass auch Währungs- und Rohstoffpreisschwankungen den Marktwert einer Unternehmung beeinflussen, aber in aller Regel außerhalb der Reichweite von Management-Entscheidungen liegen.[257] Trotz mangelhafter Management-Leistungen im angestammten Kerngeschäft kann z. B. eine Abwertung der Inlandswährung auf dem Devisenmarkt die Nachfrage aus dem Ausland stimulieren und so das Unternehmensergebnis nachhaltig positiv beeinflussen. Umgekehrt ist aber auch möglich, dass Preiserhöhungen auf wichtigen Rohstoffmärkten das Unternehmensergebnis trotz guter Unternehmensführung in den negativen Bereich fallen lassen. Demgegenüber stehen auch Unternehmen, die aufgrund der guten Aktienmarktentwicklungen Ende der neunziger Jahre Kursgewinne verbuchen konnten, denen allerdings kein wirtschaftlicher Erfolg auf der Unternehmensseite gegenüberstand.[258]

9.1.1.5 Aktienrückkauf in manipulativer Absicht

Ein weiteres Problem stellt in diesem Kontext die Möglichkeit der missbräuchlichen Vornahme von **Aktienrückkäufen** durch börsennotierte Unternehmen dar. Empirische Studien haben erkennen lassen, dass der Erwerb eigener Aktien dazu geeignet ist, den Aktienkurs in die Höhe zu treiben.[259] Da Kursgewinne in vielen Ländern (u. a. in den USA und Deutschland) unter bestimmten Bedingungen niedriger besteuert werden als Dividenden, stellt der Rückkauf eigener Aktien durch das Unternehmen aus Sicht der Aktionäre oft eine sehr attraktive Alternative zur Gewinnausschüttung durch Dividendenzahlungen dar, die in Übereinstimmung mit dem Shareholder-Value-Gedanken steht. Aktienrückkäufe dürfen also keinesfalls unter den Generalverdacht der Kursmanipulation gestellt werden. Vielfach werden von der Unternehmensleitung veranlasste Aktienrückkaufprogramme aber auch eingesetzt, um dem Markt zu signalisieren, dass das Management auf der Grundlage

[255] Vgl. Klahold, A. (1999), Aktienoptionen als Vergütungsinstrument, Frankfurt a. M., S. 27; vgl. Weiß, D. M. (1999), Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln, S. 87

[256] Vgl. Pältzer, M. (2002), Die Mär vom Segen der Aktienoptionen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 122, 28.06.2002, S. 14

[257] Vgl. Winter, S. (2000), Optionspläne als Instrument wertorientierter Management-Vergütung, Frankfurt am Main, S. 42

[258] Vgl. Washington, L. (2002), Greenspan: Optionen als Ausgaben verbuchen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 85, 04.05.2002, S. 3

nur ihm zugänglicher Informationen die Gewinnaussichten und Wachstumschancen des Unternehmens optimistischer einschätzt als der Markt[260].

Diese Feststellung verdeutlicht aber auch die missbräuchlichen, d. h. nicht mit dem Ziel der nachhaltigen unternehmerischen Wertschöpfung zu vereinbarenden Anwendungsmöglichkeiten von Aktienrückkäufen: In Fällen, wo die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in hohem Maße von der Entwicklung des Aktienkurses abhängt, ist die Gefahr nicht zu leugnen, dass gezielte Verkäufe vor Beginn derartiger Kontrakte und gezielte Käufe während ihrer Laufzeit auch dazu eingesetzt werden, den Aktienkurs zum Vorteil der Begünstigten zu beeinflussen. Eine – fragwürdige – Interpretation des Shareholder-Value-Ansatzes, die keinen anderen Maßstab für den Wert eines Unternehmens als den aktuellen Marktpreis seiner Aktien kennt und die Manipulierbarkeit dieses Marktpreises zur individuellen Gewinnerzielung ausnutzt, impliziert in diesem Fall eine Vorspiegelung falscher Tatsachen und kann die unternehmerische Entwicklung erheblich schädigen.

Hinzu kommt ein weiterer Aspekt: Je höher die Eigenkapitalquote eines Unternehmens ausfällt, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass es auch gravierende ökonomische Krisensituationen – wie es im 20. Jahrhundert etwa die Große Depression der Jahre 1929 bis 1941 war – wirtschaftlich überleben kann. Anders gesagt: Eine hohe Eigenkapitalquote verbessert – unter ansonsten gleich bleibenden Bedingungen – die Risikotragfähigkeit des jeweiligen Unternehmens. Ein Rückkauf eigener Aktien vermindert jedoch die Eigenkapitalquote und hat folglich eine geringere Risikotragfähigkeit des Unternehmens zur Folge. Unter Risikogesichtspunkten sind also zumindest Fälle denkbar, in denen es vorteilhafter wäre, die für den Rückkauf eigener Aktien verfügbaren Mittel zur Bildung von Reserven – etwa durch den Erwerb kreditrisikoloser (Staats-)Anleihen – zu verwenden, um auf diesem Wege die Chancen auf einen Fortbestand des Unternehmens in wirtschaftlich schlechteren Zeiten zu verbessern. Die Rückführung des Verschuldungsgrades (Fremdkapital dividiert durch Bilanzsumme), die daraus für das Unternehmen resultiert, würde sehr wahrscheinlich auch eine verbesserte Bonitätseinschätzung durch Rating-Agenturen und Kreditinstitute zur Folge haben, die ihrerseits zu entsprechend geringeren Zinsaufwendungen für das – ja nach wie vor notwendige – Fremdkapital des Unternehmens führt. Der Nutzen einer

[259] Vgl. Kopp, H. J. (1996), Erwerb eigener Aktien, Wiesbaden, S. 46–49

verbesserten Risikotragfähigkeit kommt indes nicht allein den Aktionären des Unternehmens zugute, sondern auch seinen Kreditnehmern und Lieferanten sowie oft auch Beschäftigten, Kunden und der öffentlichen Hand – also allen Wirtschaftssubjekten, die bei einer Insolvenz des Unternehmens Verluste erleiden müssten.

An diesem Beispiel wird deutlich, dass auch der ökonomische Nutzen von Aktienrückkäufen, die ohne jegliche Missbrauchsabsicht erfolgen, ambivalent zu beurteilen ist. Einerseits wird mit diesem Verhalten dem Shareholder-Value-Gedanken Rechnung getragen; andererseits kann der Einfluss auf die Risikotragfähigkeit und Fremdkapitalkosten des Unternehmens problematisch sein.

Einschlägige Studien[261] lassen dennoch erkennen, dass der Aktienkurs nach wie vor einen wichtigen Erfolgsindikator für Manager und Vorstände darstellt, um unternehmensspezifische Leistungsanreize zu setzen. Angesichts der Manipulationsanfälligkeit „klassischer" bilanzieller Kennzahlen, die traditionell als Grundlage für die variable Vergütung von Managern dienen (z. B. Gewinn und Umsatz), sind zum Teil erhebliche Fortschritte bei den Bestrebungen zu erkennen, aktienkursbezogene Vergütungsinstrumente manipulationsresistenter[262] auszugestalten. Zumindest jene erste Generation relativ „naiv" ausgestalteter Aktienoptionsprogramme, die den hier geäußerten Überlegungen oft keinerlei Rechnung tragen, verlieren derzeit stark an Bedeutung. Sie werden zunehmend durch mittelfristige Anreizmodelle wie etwa die in der o. g. Untersuchung behandelten Performance- und Phantom Shares ersetzt, für deren Auszahlungshöhe neben der Aktienkursentwicklung auch wertorientierte Kennzahlen aus dem internen Rechnungswesen von hoher Bedeutung sind, da diese einen stärkeren Bezug zur Management-Leistung aufweisen[263] (vgl. Kapitel 5).

9.1.1.6 Windfall-Profits

Viele professionelle Fondsmanager orientieren sich bei der Konstruktion ihrer Aktienportfolien zudem an gängigen Börsenindizes wie z. B. DAX 30, S&P 500 oder MSCI World. Das kann zur Folge haben, dass auch die Aktienkurse von

[260] Vgl. Weiß, D. M. (1999), Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln, S. 99
[261] Vgl. Bursee, M., Schawilye, R. (2005), Untersuchung von Long-Term Incentive-Plänen bei 39 börsennotierten Unternehmen, PricewaterhouseCoopers Studie, Dezember 2005
[262] Vgl. LG Stuttgart DB (1997), S. 2422

Unternehmen mit nur mäßiger Wertschöpfung bei einem allgemeinen Aufwärtstrend mit nach oben gezogen werden. Die Begünstigten eines aktienkursorientierten Vergütungsmodells in einem derartigen Unternehmen können dadurch u. U. Ausübungsgewinne erzielen, ohne entsprechend hohe eigene Leistungen erbracht zu haben. Derartige Gewinne werden mit dem Begriff der **Windfall-Profits** bezeichnet. An diesen Punkt knüpft die Kritik an, dass Aktienoptionsprogramme nicht ausreichend zwischen dem Teil der Aktien-Performance, der aus der Leistung des Managements resultieren sollte, und dem Teil, der sich aus der allgemeinen Marktbewegung ergibt, differenziert.[264]

Des Weiteren können Windfall-Profits auch das Ergebnis von kriminellen Manipulationsversuchen darstellen. Als aktuelles Beispiel ist an dieser Stelle der kürzlich aufgedeckte Bilanzbetrug mit der Rückdatierung von Optionen zu nennen. Die SEC in USA ermittelt gegen 80 Unternehmen wegen Selbstbereicherung und Betrugs bei der Einräumung von Optionen.[265] Das Betrugsschema weist eine relativ simple Methodik auf. Optionen wurden heimlich und je nach Bedarf vor- bzw. rückdatiert, um mehr Geld für die bezugsberechtigten Manager herauszuschinden. Sinkt der Aktienkurs des Unternehmens, so sind später datierte Optionen wertvoller, da das Management dafür weniger bezahlen muss, sie aber abstoßen kann. Aktuelle Studien von Lie und Heron (2006)[266] belegen, dass 13,6 Prozent aller an die jeweiligen CEOs ausgegebenen Optionen auf diese Weise manipuliert wurden.[267] Bei diesen kriminellen Eigenschaften steht augenscheinlich nicht die Honorierung der Management-Leistung im Vordergrund, sondern die ungerechtfertigte Bereicherung von Managern. Es ist schon eine besondere Ironie, dass unter dem Deckmantel des Shareholder-Value-Ansatzes diese Methodik dazu missbraucht wird, Managern exorbitant hohe und verdeckte Gehaltssteigerungen über die Vergabe von Optionen "zuzuschustern".

---

[263] Vgl. o. V. (2005-a-), Aktienkurs bleibt Erfolgsindikator, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 10.01.2005, S. 22

[264] Vgl. Löwe, C., Sieber, U. D. (2002), Erfahrungen mit dem Einsatz von Stock-Option-Plänen, Die Reaktion des Kapitalmarktes, S. 52, in: Achleitner, A.-K., Wollmert, P. (Hrsg.), Stock Options, Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Suttgart

[265] Vgl. Pitzke, M. (2006), US-Optionsskandal, Schmutziges Geschäft mit Aktienoptionen, in: spiegel.de, 24.07.2006

[266] Eine Studie der beiden Wirtschaftsprofessoren Erik Lie (University of Iowa) und Randall Heron (Indiana University) hat ergeben, dass in den letzten zehn Jahren mindestens 2270 Firmen in den USA ihre Aktienoptionen umdatiert haben. In diese Studie wurden 7774 Unternehmen einbezogen und 39.888 Optionen überprüft.

[267] Vgl. Pitzke, M. (2006), US-Optionsskandal, Schmutziges Geschäft mit Aktienoptionen, in: spiegel.de, 24.07.2006

9.1.1.7 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Beeinflussbarkeit

Kriterien/Bedeutung	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Bilanzmanipulation							
Ausnutzung von Insiderwissen							
Free-Rider-Verhalten							
Kapitalmarkttrends oder externe Markteinflüsse							
Aktienrückkäufe in manipulativer Absicht							
Windfall-Profits							

Tabelle 4: Zusammenfassende Bewertungsmatrix Beeinflussbarkeit
Quelle: Eigene Darstellung

9.1.2 Systemtransparenz

Für eine übersichtliche Analyse der aktienkursorientierten Vergütungsmodelle sind die einzelnen Bewertungsmodule inhaltlich korrekt voneinander abzugrenzen. Das Kriterium der Transparenz besteht aus den beiden Teilaspekten der Beeinflussbarkeit, wie im vorangestellten Kapitel beschrieben, und der Systemtransparenz. Die Systemtransparenz bezieht sich auf die inhaltliche Ausgestaltung der Aktienoptionsprogramme und deren Finanzierung. Hierbei werden die folgenden Aspekte näher untersucht:

- Finanzierung und Ausgestaltungsparameter
- Informationen zur Einkommensstruktur des Managements

Die von den Kritikern erwähnte fehlende Transparenz bezieht sich im Wesentlichen auf die Informationsdefizite hinsichtlich Kosten, Programmausgestaltung und Beeinflussbarkeit. Hier ist eine trennscharfe Definition der Bewertungskriterien untereinander erforderlich, um ein eindeutiges Profil über die Stärken und Schwächen aktienkursorientierter Vergütungsinstrumente zu erhalten. Die kostenbezogenen Auswirkungen dieser Programme werden in Kapitel 9.2 näher analysiert.

9.1.2.1 Finanzierung und Ausgestaltungsparameter

In Deutschland sind die rechtlichen Rahmenbedingungen für die **Finanzierung** des Einsatzes derartiger Instrumente im Aktiengesetz geregelt. Bei der Ausgabe von Kaufoptionen auf eigene Aktien geht eine Unternehmung die Verpflichtung ein, den jeweiligen Bezugsberechtigten entsprechend der betriebswirtschaftlichen Ausgestaltung des Programms die vereinbarte bzw. gewünschte Anzahl an eigenen Aktien zu einem zuvor definierten Basispreis zu übertragen.

Für die Bereitstellung dieser Aktien stehen dem Unternehmen zwei mögliche Wege zur Verfügung, die auch miteinander kombiniert werden können:

- Es kann gem. § 71 AktG eigene Aktien zurückkaufen und diese an die Begünstigten übertragen oder
- eine bedingte Kapitalerhöhung gem. § 192 Abs. 1 AktG durchführen

Auch die rechtlichen Rahmenbedingungen für die wesentlichen ökonomischen **Ausgestaltungsparameter** sind in Deutschland gesetzlich geregelt. Gem. § 193 Abs. 1 AktG bedarf der Beschluss über die bedingte Kapitalerhöhung einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Auch die maximale Höhe einer bedingten Kapitalerhöhung wird verbindlich über das Aktiengesetz geregelt. Bei der Ausgabe von Aktienoptionen an Mitglieder der Geschäftsleitung und/oder Beschäftigten darf gem. § 192 Abs. 3 AktG der Nennbetrag des vereinbarten bedingten Kapitals maximal 10 % des Grundkapitals, das zur Zeit der Beschlussfassung vorhanden ist, betragen.

Im Hauptversammlungsbeschluss zur bedingten Kapitalerhöhung müssen darüber hinaus alle ökonomisch bedeutsamen Eckdaten der bedingten Kapitalerhöhung und des durch die Ausgabe der Optionen konstituierten Beteiligungsprogramms transparent geregelt und kommuniziert werden. Gem. § 193 (2) AktG sind dies im Einzelnen:

- der Zweck der bedingten Kapitalerhöhung,
- der Kreis der Bezugsberechtigten,
- der Ausgabebetrag oder die Grundlagen, nach denen dieser Betrag errechnet wird,

- bei Beschlüssen nach § 192 Abs. 2 Nr. 3 auch die Aufteilung der Bezugsrechte auf Mitglieder der Geschäftsführungen und Arbeitnehmer,
- Erfolgsziele, an deren Erreichung die Ausgabe und/oder die Ausübung der Optionsrechte gebunden ist,
- der Erwerbs- und der Ausübungszeitraum sowie die Wartezeit für die erstmalige Ausübung (mindestens zwei Jahre).

Ein einfach aufgebauter "Standardplan", der diesen Bedingungen genügt, kann etwa die folgenden Regelungen enthalten:

- Der Bezugkurs wird mit dem Aktienkurs am Tag des Laufzeitbeginns der Optionen gleichgesetzt und ist bis zum Laufzeitende unveränderlich.
- Die Laufzeit beträgt mehrere Jahre (i. d. R. 5–10 Jahre).
- Die Option darf frühestens nach Ablauf einer festgelegten Sperrfrist ausgeübt werden (üblicherweise nach 2 bis 3 Jahren).
- Die Anzahl der pro begünstigte Person bei Optionsausübung zu beziehenden Aktien wird zu Beginn vom Aufsichtsrat festgelegt.[268]

Auf gesellschaftsrechtlicher Ebene ist damit eine höhere Transparenz bei der Finanzierung und Ausgestaltung der Programme erzielt worden.[269]

9.1.2.2 Informationen zur Einkommensstruktur des Managements

Diese Transparenz beschränkt sich allerdings auf eine sehr hoch aggregierte Abstraktionsebene. Detaillierte Informationen zu der Einkommensstruktur sind i. d. R. nicht für die Aktionäre zugänglich (vgl. Kapitel 7). Nicht alle DAX-Konzerne weisen u. a. die Einkommensbezüge ihrer Vorstandsmitglieder individualisiert aus. Unternehmen, die dieser Vorgabe nicht genügen, setzen sich damit über den DCGK hinweg, der auf Basis einer transparenten Unternehmensführung die Veröffentlichung der Bezüge für jedes Vorstandsmitglied empfiehlt.

[268] Winter, S. (2000), Optionspläne als Instrument wertorientierter Management-Vergütung, Frankfurt am Main, S. 33

[269] Vgl. Achleitner, A.-K., Wichels, D. (2002), Stock-Option-Pläne als Vergütungsbestandteil wertorientierter Entlohnungssysteme, S. 21, in: Achleitner, A.-K., Wollmert, P. (Hrsg.), Stock Options, Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart

Nach deutschem Recht war es bisher lediglich erforderlich, dass die Vorstandsvergütung gem. § 285 Ziff. 9a HGB als Gesamtsumme in Anhang des Jahresabschlusses angezeigt wird. Eine individuelle Aufteilung der fixen und variablen Bestandteile und der eingeräumten Optionen bzw. Erfolgsziele des Managements ist nicht möglich.[270] Auf Basis dieser Informationen ging nicht hervor, wie viele Optionen der einzelne Vorstand bzw. Manager erhalten hat – die Aktionäre erfahren lediglich die Gesamtsumme der ausgegebenen Optionen an die Bezugsberechtigten.[271] Aus diesem Grund können Anleger nicht nachvollziehen, wie viel das Management tatsächlich an Salär erhält. Es mangelt insofern an einer Transparenz möglicher Auszahlungen an das Management durch die Auflage von Aktienoptionsprogrammen (vgl. Kapitel 9.2).

Die Aufsichtsräte müssen sich zukünftig intensiver darum kümmern, die Erfolgsziele mit den Vorständen individuell zu vereinbaren und die erbrachte Leistung auch zu bewerten.[272] Das setzt gleichzeitig eine intensive sowie kritische Beschäftigung mit den unternehmerischen Zielsetzungen und auch Strategien voraus. Inwieweit diese komplexe und unternehmerische Aufgabe seitens der Aufsichtsratsmitglieder gewährleistet werden kann, insbesondere im Hinblick auf die individuelle Anhäufung von Aufsichtsratsmandaten, ist kritisch zu hinterfragen.

Um bezüglich der Offenlegung von Vorstandsgehältern eine höhere Transparenz zu erzielen, hat der Bundestag das Gesetz zur Veröffentlichung von Manager-Gehältern verabschiedet. Mit diesem Gesetz sind nun die Vorstände von Aktiengesellschaften gezwungen, künftig ihr genaues Jahresgehalt zu nennen. Eine freiwillige Offenlegung war bisher am Widerstand von Konzernen wie BMW, DaimlerChrysler und Porsche gescheitert.[273]

Vollständig wäre eine transparente Vergütungskommunikation an die Aktionäre, wenn neben der geforderten Offenlegung der Gehälter und den Zahlungen aus aufgelegten Aktienoptionsprogrammen auch detaillierte Angaben zu den Rentenplänen und anderen Sonderzahlungen gemacht werden. Im Sinne eines "Total-Compensation"-Ansatzes würden mit dieser Vorgehensweise sämtliche

[270] Vgl. Klahold, C. (1999), Aktienoptionen als Vergütungselement, Frankfurt am Main, S. 23

[271] Vgl. Claßen, W., Kowalewsky, R. (2002), Selbstbedienung, Eine Studie der Boston Consulting Group belegt: Deutschlands Manager benutzen Aktienoptionsprogramme in erster Linie, um sich die Taschen zu füllen. Die Hälfte der Unternehmen erhielt das Testergebnis "Ungenügend", in: Capital, 02.05.2002, Nr. 10, S. 44

[272] Vgl. Scharbau, S. (2002), Chefs geben schlechtes Vorbild ab, Umfrage bestätigt wachsende Kritik an Managergehältern – Persönliche Haftung gefordert, in: Handelsblatt, 17.06.2002, Nr. 113, S.16

monetären Bezüge eines Vorstands und damit auch die entstehenden Vergütungskosten für das Unternehmen zugänglich gemacht. Mit dieser Vorgehensweise würde man sich in Deutschland an ohnehin international bestehende Standards anlehnen.[274]

Neben der Offenlegung der Vorstandsgehälter ist es darüber hinaus im Sinne einer transparenten Unternehmensführung notwendig, Informationen zu den vereinbarten Erfolgszielen eines Aktienoptionsprogramms zu erhalten. Noch wichtiger als das Wissen um die Bezüge einzelner Vorstandsmitglieder wird deshalb häufig eine zweite Empfehlung der Kommission eingeschätzt: Sie fordert mehr Transparenz beim leistungsbezogenen und damit variablen Teil der Vergütung – und das eben für das gesamte Top-Management.[275] Im Sinne einer nachvollziehbaren Informationspolitik über die Vorstandsvergütungen ist dieses ein wichtiger Schritt, um zu vermeiden, dass die Ausübungsbedingungen zu wenig ambitioniert definiert werden, Haltefristen zu kurz ausfallen oder Ausübungsgewinne allein durch die Ausnutzung allgemeiner Kapitalmarkttrends erzielt werden können.[276]

Gerade in konjunkturell schwierigen Zeiten sind die Unternehmen angehalten, eine Vertrauensbasis zu schaffen, um im Wettbewerb um Anlagekapital zu bestehen. In diesem Zusammenhang wurde von Digby Jones, dem Vorsitzenden des britischen Industrieverbands, gefordert, dass das Top-Management mit Anlegern und Investoren in regelmäßigen Zeitabständen über die Gehaltsstrukturen und deren Ausgestaltung spricht.[277] Eine Studie von Union Investment (2005)[278] lässt aber auch den Schluss zu, dass eine Reihe von deutschen DAX-Unternehmen die Empfehlungen des DCGK umsetzen und ihre Vorstandsvergütungspakete transparent darstellen. Positiv hervorgehoben werden von der genannten Investmentgesellschaft in Deutschland z. B. die Aktiengesellschaften Lufthansa, BASF, Schering, RWE, Bayer und Adidas.[279]

---

[273] Vgl. o. V (2005-g-), Managergehälter, Bundestag beschließt Offenlegungspflicht, in: spiegel.de, 30.06.2005
[274] Vgl. Scharbau, S. (2002), Chefs geben schlechtes Vorbild ab, Umfrage bestätigt wachsende Kritik an Managergehältern – Persönliche Haftung gefordert, in: Handelsblatt, Nr. 113, 17.06.2002, S. 16
[275] Eigendorf, J. (2003), Den Aktionären mehr Rechte, in: welt.de, 22.03.2003
[276] Vgl. o. V. (2004-d-), How Executive Pay is Changing, in: economist.com, 15.04.2004
[277] Vgl. o. V. (2003), Aktionäre erteilen Gehaltspolitik von Glaxo eine Abfuhr, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.05.2003, Nr. 117, S. 15
[278] Wilhelm, J., Drees, R. (2005), Union Investment-Studie zu den Aktienoptionsprogrammen der DAX-30-Unternehmen, Frankurt am Main
[279] Vgl. o. V. (2002-c-), Aktienoptionen in der Kritik, Union Investment bemängelt Vergütungsprogramme von DAX-Unternehmen, in: Börsenzeitung, Nr. 164, 27.08.2002, S. 10

Grundsätzlich wird aber im Rahmen dieser Studie kritisiert, dass es bei vielen Unternehmen sehr schwierig ist, detaillierte Informationen zu den aktienkursorientierten Vergütungskomponenten zu erhalten. Dies legt den Verdacht nahe, dass den Unternehmensleitungen bewusst ist, dass ihre Aktienoptionsprogramme die Zielvorgabe, das Verhalten der Begünstigten am Aktionärsinteresse auszurichten, zumindest teilweise verfehlen.[280] Es mangelt somit an einer transparenten und ehrlichen Kommunikationspolitik seitens der Unternehmen. Um die Glaubwürdigkeit von Mitgliedern des Top-Managements deutscher Aktiengesellschaften zu verbessern, wäre es folglich notwendig, dass die betroffenen Personen proaktive Maßnahmen ergreifen, um die wahrgenommenen Defizite auf dem Gebiet der Transparenz zu beseitigen. Ein möglicher Schritt wäre beispielsweise, das Niveau und die Struktur der Ausübungsgewinne aus Aktienoptionsprogrammen mithilfe von Beispielrechnungen zu verdeutlichen, statt dies lediglich in verklausulierten Formulierungen in den Einladungen zu den Hauptversammlungen abzuhandeln. Durch den Einsatz finanzmathematischer Optionspreismodelle[281] kann darüber hinaus der monetäre Gegenwert der ausgegebenen Aktienoptionen – zumindest näherungsweise – für jedes Vorstandsmitglied individuell ermittelt werden (vgl. Kapitel 9.2.2).

In den Vereinigen Staaten sind es die Börsen, die diesem Mangel mit geeigneten Maßnahmen entgegenzuwirken versuchen. Ende Juni 2004 hat die New Yorker Börse Richtlinien eingeführt, wonach Aktienoptionsprogramme zukünftig von den Aktionären genehmigt werden müssen.[282] Diese neuen Regeln werden in die Listing-Standards der New York Stock Exchange, des Nasdaq Stock Market und anderen amerikanischen Börsen aufgenommen. Kritische und informierte Aktionäre erhalten hiermit einen Hebel, den Gehaltsausuferungen von einigen Top-Managern frühzeitig aktiv entgegenzuwirken. Allerdings liegen zurzeit noch keine offiziellen Erfahrungswerte vor, inwieweit diese Möglichkeit der Mitbestimmung auch tatsächlich von den Anteilseignern ausgeschöpft wird. Es liegt aber nahe, dass das Top-Management bei der Ausgestaltung seiner Aktienoptionsprogramme

[280] Vgl. Trost, W. (2002), Kritik an Aktienoptionen zum Nulltarif, Manager vieler DAX-Firmen erhalten kostenlose Bezugsrechte – Union Investment bemängelt Transparenz, in: Financial Times Deutschland, 27.08.2002, Nr. 165, S. 19

[281] Grundlegend hierfür: Black, F., Scholes, M. (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities, in: Journal of Political Economy 81, p. 637–654.

[282] Vgl. o. V. (2003-a-), Aktienoptionen sind in Verruf geraten, Anreiz für Manipulationen/Neue Bilanzierungsregeln wahrscheinlich, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 10.07.2003, Nr. 157, S. 15

entsprechende Sorgfalt walten lassen wird, um nicht negativ in den Schlagzeilen zu erscheinen.[283]

9.1.2.3 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Systemtransparenz

Kriterien/Bedeutung	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Finanzierung und Ausgestaltungsparameter							
Informationen zur Einkommensstruktur des Managements							

Tabelle 5: Zusammenfassende Bewertungsmatrix Systemtransparenz
Quelle: Eigene Darstellung

9.2 Wirtschaftlichkeit

Im Rahmen des Anforderungskriteriums Wirtschaftlichkeit sollen die folgenden Aspekte näher hinsichtlich ihres kostenwirksamen Einflusses analysiert werden:

- Angemessenheit der Vorstandsbezüge gem. § 87 AktG
- Optionspreismodelle und Benchmarking
- Verwässerungseffekt
- Bilanzielle Implikation
- Repricing
- Entwicklungs- und Administrationskosten für Aktienoptionsprogramme
- Kommunikation

9.2.1 Angemessenheit der Vorstandsgehälter

Die in den zurückliegenden Jahren erfolgten Pressemeldungen über hohe Zuwachsraten bei Manager-Gehältern in Deutschland haben verstärkt dazu geführt, dass die **Angemessenheit der Vorstandsgehälter** in der öffentlich geführten Diskussion kritisch hinterfragt wird. Nicht zuletzt deswegen hat wahrscheinlich im Jahr 2005 die Mehrheit der Stimmberechtigten in Bundestag und Bundesrat einem

[283] Vgl. Schwalbe, J. (2002), Macht der Trend in Wallstreet Schule? Analysten werden mehr gefordert, in: Finanz

Gesetzentwurf zugestimmt, der börsennotierte Unternehmen vom Geschäftsjahr 2006 an dazu verpflichtet, die fixen und variablen Gehaltsbestandteile des Vorstands zu veröffentlichen. Im Anhang zum Jahresabschluss müssen zudem langfristige Anreizvergütungen und Aktienoptionen der Vorstände einzeln aufgeführt werden. Offen gelegt werden müssen ferner auch Bezüge, die der Vorstand von Dritten in Empfang genommen hat. Eine Weigerung zur Offenlegung kann mit einem Bußgeld von bis zu 500.000 Euro bestraft werden.[284]

Nicht allein die absolute Höhe der Vorstandsgehälter ist derzeit Gegenstand öffentlicher Kritik. Auf Unverständnis stößt auch, dass mittlerweile viele Fälle bekannt geworden sind, in denen Manager-Gehälter trotz Ertragseinbußen und sinkender Aktienkurse weiterhin erheblich angestiegen sind.[285] Angesichts der Tatsache, dass die betroffenen Unternehmen vielfach mit drastischen Personalabbauprogrammen auf diese Ertragseinbrüche reagiert haben, wird diese Praxis auch aus ethischer Perspektive oft kritisch hinterfragt.[286] Aber auch Unternehmen, bei denen steigende Aktienkurse als Indiz für eine am Shareholder Value orientierte Unternehmenspolitik verstanden werden können, nutzen gezielt Personalkosteneinsparungen, um die Eigenkapitalrendite weiter zu erhöhen.

Im Jahr 2005 ist beispielsweise die Deutsche Bank mit ihrem geplanten Stellenabbau in den Blickpunkt der öffentlichen Kritik geraten – nicht zuletzt seitens politischer Entscheidungsträger. Bemängelt wird ein „Hecheln nach der Steigerung der Eigenkapitalrendite“[287], was eine gesellschaftliche Mitverantwortung für die Schaffung und Erhaltung von Arbeitsplätzen negiert. Im Falle der Deutschen Bank kommt der Vorwurf, dem Verhalten der Unternehmensleitung fehle es an gesellschaftspolitischer und ethischer Verantwortungsbereitschaft, dabei auch aus traditionell „wirtschaftsfreundlichen“ Teilen des politischen Meinungsspektrums – wie etwa vom bayerischen Ministerpräsidenten Edmund Stoiber: *"Wenn man Milliarden-Gewinne macht und gleichzeitig verkündet, man stellt 6000 Leute aus, dann ist das*

---

und Wirtschaft, Nr. 100, Zürich, 18.12.2002, S. 37

[284] Vgl. Jennen, B. (2005), Gesetz über Vorstandsgehälter geht durch, in: Financial Times Deutschland, 27.06.2005

[285] Vgl. Scharbau, S. (2002), Chefs geben schlechtes Vorbild ab, Umfrage bestätigt wachsende Kritik an Managergehältern – Persönliche Haftung gefordert, in: Handelsblatt, Nr. 113, 17.06.2002, S. 16

[286] Vgl. Peltzer, M. (2002), Die Mär vom Segen der Aktienoptionen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 122, 28.06.2002, S. 14

[287] Vgl. o. V. (2005), Keine solide Strategie, in: Handelsblatt, 03.02.05

eine Geschmacklosigkeit, eine Unfähigkeit, dann ist das unakzeptabel und muss natürlich auch kritisiert werden."[288]

Vertreter der Bank haben diese Kritik mit der Aussage zurückgewiesen, die Renditeansprüche der Anteilseigner verlangten eine alleinige Ausrichtung am Shareholder Value und den hierfür maßgeblichen Zielgrößen: *"Die Deutsche Bank konzentriert sich auf ihre Rentabilität und den kontinuierlichen Ausbau ihrer Marktposition, auch durch einen starken Aktienkurs. Daran halten wir fest, dazu gibt es für uns keine Alternative."* [289]

Zwar kann aus dieser Auseinandersetzung nicht ohne weiteres geschlossen werden, dass eine vorrangig an den Interessen der Aktionäre orientierte Unternehmenspolitik notwendigerweise und in jedem Fall zu den ethischen Wertvorstellungen und politischen Zielen einer Bevölkerungsmehrheit im Widerspruch steht. Andererseits zeigt das vorgenannte Beispiel eindeutig, dass zwischen unternehmerischen Maßnahmen, die aus dem Shareholder-Value-Prinzip abgeleitet werden, und verbreiteten gesellschaftspolitischen Zielvorstellungen gravierende Konflikte auftreten können.

Interessanterweise wurde in dem hier beschriebenen Fall jedoch nicht seitens der politischen Öffentlichkeit Kritik an dem Verhalten der Deutschen Bank laut. Auch eine Reihe von Aktienanalysten bemängelten die – ihrer Ansicht nach – einseitige Fokussierung der Bank auf die Eigenkapitalrendite und den hierfür angesetzten Zielwert von 25 %. Die Befürchtung lautete, dass die Aufmerksamkeit der Unternehmensführung dadurch zu stark auf den Abbau kurzfristig ertragsschwacher Geschäftsfelder (und des dort tätigen Personals) gerichtet werde und dass im Zuge dessen die Suche nach neuen, wertschöpfenden Geschäftsideen zu sehr in den Hintergrund trete.[290]

Der Begriff der Angemessenheit von Vorstandsvergütungen kommt aber nicht nur in ökonomischen und gesellschaftspolitischen Diskussionen zu diesem Thema zur Anwendung, sondern auch in den aktienrechtlichen Regelungen über die Festsetzung der Vorstandsgehälter durch den Aufsichtsrat gem. §§ 84 Abs. 1 S. 5,

[288] o. V. (2005-c-), Bank Unfähigkeit vor, in: Handelsblatt.com, 09.02.2005
[289] o. V. (2005-d-), Deutsche-Bank-Chef verteidigt Pläne, Ackermann weist die Kritik energisch zurück, in: handelsblatt.com, 10.02.2005
[290] Vgl. o. V. (2005-b-), Politiker schießen sich auf die Deutsche Bank ein, in: ftd.de, 09.02.2005

112 AktG und §§ 86, 87 AktG.[291] Die in diesem Zusammenhang wichtigste Textstelle ist § 87 Abs. 1 AktG. Dort wird festgelegt, dass der Aufsichtrat „dafür zu sorgen habe, dass die Gesamtbezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen“. Der Gesetzestext enthält aber keinerlei Vorgaben darüber, an welchen Größen die Schwere der Aufgaben oder die Situation der Gesellschaft gemessen werden soll.

Offensichtlich hat der Gesetzgeber beabsichtigt, dem Aufsichtsrat relativ weit reichende Gestaltungsfreiheit bei der Festlegung der hierfür relevanten Kriterien zu lassen. Insbesondere folgt aus dem Wortlaut der genannten Rechtsnorm auch, dass die Verwendung des Aktienkurses als Indikator für die Lage der Gesellschaft und zur Messung der Leistung des Vorstands rechtlich zulässig ist, da sich dieser auf die Gesamtunternehmung bezieht. § 86 Abs. 1 AktG dokumentiert die Gesamtverantwortung des Vorstands für die Unternehmung, auch wenn die jeweiligen Vorstandsmitglieder für bestimmte Ressorts verantwortlich sind.[292] Diese Zulässigkeit wird darüber hinaus auch noch einmal durch die gesetzlichen Grundlagen im KonTraG[293] bestätigt.

Hier stellt sich ein weiteres Mal die Frage, wie sinnvoll es – angesichts historischer Erfahrungen mit spekulativen Übertreibungen und Kurseinbrüchen am Aktienmarkt – überhaupt ist, die Bewegungen des jeweiligen Aktienkurses als Gradmesser für die unternehmerische Wertschöpfung heranzuziehen. Außerdem kann aus der zuletzt genannten Feststellung nicht ohne weiteres geschlossen werden, dass jede beliebige Form der aktienkursorientierten Vorstandsvergütung mit dem Regelungszweck des Aktiengesetzes im Einklang steht und die Anforderung der Angemessenheit erfüllt. Die Rechtsstreitigkeiten über die konkrete Ausgestaltung von Aktienoptionsprogrammen, zu denen es in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre u. a. zwischen dem Würzburger Universitätsprofessor Ekkehard Wenger und den Unternehmen DaimlerChrysler und Deutsche Bank kam, belegen diese Feststellung ebenso eindeutig wie das breite Echo dieser Geschehnisse in der Tages- und Fachpresse[294].

[291] Vgl. Adams, M. (2002-a-), Aktienoptionspläne sind eine Gefahr für den Kapitalmarkt, in: Börsenzeitung, Nr. 114, 18.06.2002, S. 8
[292] Vgl. Weiß, D. M. (1999), Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln, S. 130–131
[293] §§ 71 Abs. 1 Nr. 8, S. 5, 192. Abs. 2, Nr. 3, 193. Abs. 2. Nr. XX AktG
[294] Vgl. hierzu exemplarisch: o. V. (2001), DaimlerChrysler-Optionsplan im Visier, in: Die Welt, 16.06.2001; vgl. Adams: M. (2003), Vorstandsvergütungen – Die Fälle Mannesmann und DaimlerChrysler, in: Regulierung,

Kommt bei der Vergütung von Vorstandsmitgliedern ein Aktienoptionsprogramm zur Anwendung, so ist die Höhe der aus diesem Programm zu erwartenden Zahlungen für die Beurteilung seiner Angemessenheit von elementarer Bedeutung. Nicht nur, aber auch in den genannten Beispielfällen wurde die Kritik geäußert, die mit hinreichender Wahrscheinlichkeit zu erwartenden Zahlungen aus dem jeweiligen Aktienoptionsprogramm seien, gemessen an der zu ihrer Erreichung erforderlichen Leistung der jeweiligen Führungskräfte, unangemessen hoch. Um Maßstäbe zur Beurteilung dieser Frage zu erhalten, ist es daher notwendig, die einzuräumende Höhe von Aktienoptionen und die sich daraus möglicherweise ergebenden Zahlungen bzw. Ausübungsgewinne auf Leistungsbezogenheit und Marktkonformität zu untersuchen. Für diese Bewertung bietet es sich an,

- den monetären Gegenwert der gewährten Aktien-Bezugsrechte mithilfe geeigneter Optionspreismodelle näherungsweise zu ermitteln
- und die so gewonnenen Ergebnisse im Zuge eines Benchmarkings mit relevanten Marktdaten zu vergleichen.

9.2.2 Optionspreismodelle und Benchmarking

Unabhängig von der buchhalterischen Abbildung derartiger Vorgänge ist die unentgeltliche Ausgabe von Aktienoptionen als Vergütungskomponente für das jeweilige Unternehmen u. U. mit – ökonomisch betrachtet – erheblichen Kosten verbunden[295]. Wird das für die Bedienung der Optionsrechte erforderliche Aktienkapital im Zuge von Aktienrückkäufen aufgebracht, so treten die Kosten dieses Vorgehens offen zutage. Aber auch, wenn dieses Aktienkapital mittels einer bedingten Kapitalerhöhung erst geschaffen wird, entstehen Kosten, denn indem es die Optionsrechte kostenlos an die Begünstigten ausgibt, verzichtet das Unternehmen darauf, sie zu einem marktkonformen Preis (z. B. als Teil einer Optionsanleihe) an Dritte zu veräußern. In dem dadurch entgangenen Emissionserlös liegen die betriebswirtschaftlichen Opportunitätskosten des Optionsprogramms.

Wettbewerb und Marktwirtschaft – Festschrift für C.-C. von Weizsäcker zum 65. Geburtstag, Göttingen, S. 295–364

[295] Khoury, N., Gagnon, J.-M., El Ghoul, S. (2004), Kosten von Optionsplänen: Bewertung und Perspektive der Anteileigner, in: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Hrsg.), Schwerpunkt Stock Option Watch, Sonderteil ZEWnews, Juni 2004, S. VII

Damit diese Kosten mit dem dadurch für das Unternehmen entstehenden Nutzen verglichen werden können, muss ihre Höhe rechnerisch ermittelt werden. Bahnbrechend für die Theorie und Praxis der Optionsbewertung war – und ist bis heute – die Arbeit von Black und Scholes (1973)[296]. Wichtige Modifikationen und Ergänzungen zu dem dort vorgestellten grundlegenden Modell enthalten etwa das „Jump"-Modell von Merton[297] sowie der Ansatz mit stochastischer Volatilität (Cox und Ross, 1976)[298].

Diese Verfahren haben das Prinzip gemeinsam, dass der rechnerische Wert einer Option mit dem statistischen Erwartungswert des Barwerts des bei Ausübung erzielten Gewinns gleichgesetzt wird. Das bis heute populärste Verfahren ist dabei der genannte Ansatz von Black und Scholes. "One way to estimate value is to use the Black-Scholes formula, which links the value of an option to such variables as the current share price, the exercise price, expected volatility in share prices, and expected dividends."[299] Das zuletzt genannte Prinzip (Optionswert gleich erwarteter Barwert des Ausübungsgewinns) lässt sich aber auch zur Anwendung bringen, wenn die Beschaffenheit des zu untersuchenden Optionsplans nicht den Voraussetzungen des Black/Scholes-Modells entspricht. Dies ist etwa der Fall, wenn die Optionsbedingungen vorschreiben, dass zusätzlich zur Überschreitung des Basispreises weitere Bedingungen erfüllt sein müssen, damit die jeweiligen Optionen gewinnbringend ausgeübt werden können. In einer solchen Situation kommen üblicherweise nummerische Simulationsverfahren zum Einsatz, mit denen sowohl die Auftretenswahrscheinlichkeit als auch die mittlere Höhe etwaiger Ausübungsgewinne präzise geschätzt und in einen verlässlichen Näherungswert für den marktkonformen Optionspreis überführt werden können. Die Anwendbarkeit derartiger Ansätze wurde von Siddiqui (2000) für indexgebundene[300] Optionen als auch für Optionen mit absolut bemessenen Ausübungshürden[301] demonstriert.

---

[296] Black, F., Scholes, F., (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, 81 (3), p. 637–654

[297] Merton, R. C. (1976), Option Pricing When Underlying Stock Returns Are Discontinuous, in: Journal of Financial Economics, no. 3, p. 125–144

[298] Cox, J. C., Ross, A. (1976), The Valuation of Options for Alternative Stochastic Processes, in: Journal of Financial Economics, vol. 3, January/March 1976, p. 145–166

[299] o. V. (2002-b-), Options are Useful – But Only If They're Used Right, in: Business Week, New York, no. 3779, 05.08.2002, p. 11

[300] Siddiqui, S. (1999), Ein numerischer Ansatz zur Bewertung indexgebundener Aktienoptionen; Finanz Betrieb 6/1999, S. 85–88

[301] Siddiqui, S. (2000) Ein einfaches Verfahren zur Bewertung von Aktienoptionen mit Ausübungshürden; Betriebs-Berater 6/2000, S. 296–298

Die genannten Arbeiten zeigen, dass sich – bei Zugrundelegung einiger elementarer Annahmen z. B. über die Dauer bis zum Ausübungszeitpunkt – die Werthaltigkeit von Optionen, die als Vergütungsbestandteil ausgegeben werden, rechnerisch mit hinreichender Präzision ermitteln lässt. Einer transparenten Unternehmenspolitik auf dem Gebiet der Vergütungsgestaltung sowie einer aussagekräftigen Wirtschaftlichkeitsanalyse von Aktienoptionsprogrammen stehen daher keine unüberwindbaren Informationsbarrieren im Wege. Zusammen mit Benchmark-Informationen und „Best-Practice"-Erfahrungswerten über die am Markt bestehende Vergütungspraxis können die genannten Bewertungsverfahren dazu dienen, die jeweiligen Programme marktkonform und zielgenau auszugestalten. Einschlägige Studien können bei entsprechend spezialisierten Unternehmens-beratungsgesellschaften erworben bzw. in Auftrag gegeben werden, wobei im Bedarfsfall eine genaue Differenzierung nach Börsensegmenten, geografischen Regionen und Branchen vorgenommen werden kann.

Auch Kapitalanlagegesellschaften sind auf die hohe Relevanz von Aktienoptionsprogrammen für die Setzung von Wertschöpfungsanreizen aufmerksam geworden und legen zum Teil eigene Studien zu diesem Themengebiet auf[302]. Um es auch Externen zu ermöglichen, die Marktgerechtigkeit und Wertschöpfungs-orientierung eines Aktienoptionsplans zu beurteilen, sollten diesen Untersuchungen zufolge die Unternehmen mindestens die folgenden Informationen über ihre diesbezüglichen Programme veröffentlichen.

Diese Informationen sollten folgende Daten enthalten, um eine marktgerechte Ausgestaltung zu gewährleisten: [303]

- Begünstigter Personenkreis
- Laufzeit der Programme
- Ausübungssperrfristen bzw. -zeiträume
- Veräußerungs- und andere Verfügungsverbote
- Erfolgsziele (d. h. Basispreis und ggf. ergänzende Ausübungsbedingungen, etwa in Form absoluter oder indexbezogener Performance-Hürden)
- Art der Finanzierung des Programms

[302] Vgl. hierzu exemplarisch; Wilhelm, J., Drees, R. (2005), Union Investment-Studie zu den Aktienoptions-programmen der DAX-30-Unternehmen, Frankurt am Main

- Rechnerischer Optionswert und Prämissen bei seiner Ermittlung sowie
- Benchmark-Daten, die in die Formulierung der qualitativen und quantitativen Eckdaten des Programms Eingang gefunden haben

9.2.3 Verwässerungseffekt

In engem Zusammenhang mit dem eben erläuterten Aspekt der Angemessenheit steht das Problem möglicher Verwässerungseffekte bei aktiengestützten Vergütungsmodellen. Verwässerungseffekte können bei Aktienoptionsprogrammen immer dann auftreten, wenn die eigenen Aktien, die das ausgebende Unternehmen zur Bedienung der Ansprüche der Begünstigten bereitstellen muss, nicht am Markt erworben, sondern – in aller Regel über eine bedingte Kapitalerhöhung – erst neu geschaffen werden. In diesem Fall müssen die Altaktionäre, wenn die Begünstigten ihre Bezugsrechte ausüben, einen Rückgang ihres rechnerischen Anteils an dem ausgebenden Unternehmen und eine entsprechende Minderung des prozentualen Gewichts ihrer Stimmrechte hinnehmen. Sobald die Begünstigten des Aktienoptionsprogramms ihre so erworbenen Aktien wieder am Markt veräußern wollen – etwa um ihr Portfolio zu diversifizieren oder private Anschaffungen zu tätigen –, vergrößert sich dadurch ferner das Angebot an entsprechenden Aktien am Markt. Dies kann tendenziell den Aktienkurs drücken oder die Größenordnung für die in Zukunft erwarteten Kurssteigerungen vermindern, was insbesondere den Altaktionären zur Last fällt. Vor diesem Hintergrund ist insbesondere bei Vertretern institutioneller Investoren die anfängliche Begeisterung für Aktienoptionsprogramme heute einer zunehmenden Skepsis gewichen.[304]

Das Ausmaß der statistisch zu erwartenden Kursverwässerung fällt tendenziell um so geringer aus, je weiter der Basispreis der ausgegebenen Optionen über dem Aktienkurs zum Zeitpunkt der Optionsausgabe liegt. Da eine bedingte Kapitalerhöhung, die zur Finanzierung eines Aktienoptionsprogramms verwendet werden soll, einen Ausschluss der Bezugsrechte der Altaktionäre erfordert, werden dadurch auch die Stimmrechtsanteile der bisherigen Anteileigner tangiert.[305] Die

---

[303] Vgl. Spenner, E. (1999), Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, Eine Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen für Aktienoptionsmodelle nach bisherigem Aktienrecht und nach dem KonTraG, Köln, S. 43–64

[304] Vgl. o. V. (2002-a-), Sind Amerikas Manager überbezahlt? Zunehmende Kritik an den Kompensationspraktiken, Neue Zürcher Zeitung, Nr. 90, 19.04.2002, S. 11

[305] Vgl. Winter, S. (1998), Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 50. Jg., S. 1128, vgl. Engelsing, L. (2001) , Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil der Führungskräfte börsennotierter Unternehmen: Analyse der handels- und steuerrechtlichen Implikationen, Köln, S. 81

Größenordnung dieses Effekts hängt dabei allerdings entscheidend davon ab, wie hoch der Nennwert der ggf. neu ausgegebenen Aktien im Vergleich zu jenem des bislang vorhandenen Aktienkapitals ausfällt.

Die Frage, in welcher Höhe ein Verwässerungseffekt gegebenenfalls als hinnehmbar betrachtet werden kann, lässt sich nicht in allgemeingültiger Weise beantworten. Neben den ökonomischen Eigenschaften des jeweiligen Optionsprogramms sind auch die Marktkapitalisierung des jeweiligen Unternehmens, die aktuelle Eigentümerstruktur sowie der so genannte Free Float – also der Gesamtwert des tatsächlich an der Börse frei handelbaren Teils der Marktkapitalisierung – hierfür von entscheidender Bedeutung. Dennoch haben sich unter Praktikern pauschalisierende „Daumenregeln“ etabliert, anhand derer die Größenordnung möglicher Verwässerungseffekte normativ beurteilt wird. So gilt es im Allgemeinen als unbedenklich, wenn der erwartete Nennwert der neu auszugebenden Aktien ein Prozent des bei Optionsausgabe vorhandenen Nennwertes des Aktienkapitals nicht überschreitet.

In der Praxis sind allerdings mitunter weitaus höhere erwartete Verwässerungseffekte festzustellen, wie es zum Beispiel beim Optionsprogramm der DaimlerChrysler AG der Fall ist: "Sollte das Programm vollständig ausgeübt werden, würden die Anteilsverhältnisse um 9 % der gesamten Marktkapitalisierung des Unternehmens verwässert werden."[306] Demgegenüber implizieren die Optionsbedingungen in diesem Fall, dass bereits eine annualisierte Aktienrendite von knapp über 2 % während der Optionslaufzeit ausreicht, um eine gewinnbringende Optionsausübung zu ermöglichen. Dieser – gemessen an historischen Erfahrungswerten für Aktienmarkt-Renditen – ausgesprochen niedrige Schwellenwert lässt den Verdacht aufkommen, dass in diesem Fall kein hinreichender Ausgleich für den Verwässerungseffekt erfolgt, welchen das Programm für die Altaktionäre mit sich bringt.

Wie viel ambitionierter ein Aktienoptionsprogramm auch ausgestaltet sein kann, lässt sich exemplarisch am Modell der Deutschen Lufthansa AG ablesen. Dort ist bereits die Teilnahmeberechtigung an dem Aktienoptionsprogramm an ein erhebliches Eigeninvestment der Begünstigten in Lufthansa-Aktien gebunden. Eine für die Begünstigten profitable Optionsausübung ist nur dann möglich, wenn die relative

[306] o. V. (2004-f-), Unzureichende Optionsprogramme, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 192, 19.08.2004, S. 17

Performance der Lufthansa-Aktie zu einem Mitbewerber-Vergleichsindex einen vorgegebenen Mindestwert überschreitet. In diesem Fall wird eine profitable Ausübung der gewährten Optionen – und der damit einhergehende Verwässerungseffekt – nur zugelassen, wenn die jeweilige Aktienperformance über dem Durchschnittswert für vergleichbare Untenehmen liegt. Unter der Annahme, dass eine kausale Beziehung zwischen Management-Leistung und Aktienperformance besteht, stimmt eine derartige Programmgestaltung also mit dem Grundsatz überein, dass nur überdurchschnittliche Management-Leistungen eine überdurchschnittliche Vergütung rechtfertigen können. Wird ein Aktienoptionsprogramm entsprechend ausgestaltet, so liegt der Schluss nahe, dass hier eine mindestens ausreichende Kompensation der bisherigen Anteilseigner für die von ihnen hingenommene Stimmrechts- und Kursverwässerung stattgefunden hat[307].

Eine wesentliche Schwachstelle der bestehenden rechtlichen Regelungen ist, dass bislang keine Pflicht zur Offenlegung des Ausübungszeitpunktes und der Anzahl der seitens der Begünstigten im jeweiligen Bezugszeitraum ausgeübten Optionen besteht, mit deren Hilfe die Größenordnung der tatsächlichen Kapitalverwässerung ex post zu quantifizieren wäre[308]. Im Hinblick auf das Gütekriterium der Transparenz wäre es hilfreich, wenn die Unternehmen die Bereitschaft zeigen könnten, diese Informationen in geeigneter Form im jeweiligen Jahresabschluss bzw. Geschäftsbericht zu kommunizieren. Aber auch eine ex post vorgenommene Analyse der wirtschaftlichen Auswirkungen eines Aktienoptionsplans, so wie sie durch ein derartiges Vorgehen ermöglicht werden würde, ist isoliert betrachtet noch nicht aussagekräftig genug, um die Konsequenzen des Programms für das Rendite-Risiko-Profil des jeweiligen Unternehmens realistisch einzuschätzen. Hierfür ist vielmehr auch eine ex ante vorzunehmende Bewertung der Optionen notwendig, welche die Ermittlung des rechnerischen Marktwerts der Option zum Zeitpunkt der Einräumung erfordert. Diese mithilfe von Optionspreismodellen ermittelten Werte sind als Opportunitätskosten zu interpretieren, weil die Optionen nicht zu einem

[307] Vgl. Peltzer, M. (2002), Stock Options – Carrot, but no stick, Börsenzeitung, Nr. 168, S. 8, 31.08.2002
[308] Vgl. Klemund, M. (1999), Stock Options. Ein Anreizsystem zur langfristigen Steigerung des Shareholder Value, S. 67, Frankfurt

marktkonformen Preis am Kapitalmarkt, sondern ohne eine entsprechend hohe finanzielle Gegenleistung an das Management ausgegeben wurden.[309]

Allerdings ist eine unkritische Übernahme der Bewertungsergebnisse der jeweiligen Optionspreismodelle meist nicht sinnvoll. So haben einschlägige empirische Studien u. a. ergeben, dass aufgrund der möglichen Risikoaversion von Managern eine Ausübung vor dem Ende der Laufzeit aus Sicht der Begünstigten rational sei, auch wenn diese den Optionswert verringert. Auch im Vorfeld eines Arbeitsplatzwechsels sind verfrühte Optionsausübungen gängig[310]. Eine pragmatische Lösung dieses Problems besteht darin, die anhand historischer Erfahrungswerte geschätzte mittlere Haltedauer der Optionen anstelle der vertraglich festgelegten Laufzeit für das Bewertungsmodell heranzuziehen. Optionspreismodelle vermitteln – wie wohl alle in der Praxis zur Preisfindung verwendeten Kalkulationsinstrumente – kein vollkommen exaktes Bild der ökonomischen Realität. Dies kann aber nicht als Rechtfertigung dafür herangezogen werden, eine vorausschauende finanzmathematische Bewertung der auszugebenden Optionen zu unterlassen.

Im Gegenteil ist es aus Gründen der Kostentransparenz und Wirtschaftlichkeit unerlässlich, eine derartige Bewertung vorzunehmen und das Ergebnis mit geeigneten Mitteln zu kommunizieren. Damit erhalten die Aktionäre und die interessierte Öffentlichkeit Informationen über die betriebswirtschaftlichen Kosten der ausgegebenen Optionen, und es wird ein entscheidender Beitrag zu einer transparenten Vergütungspolitik geleistet, was eine wichtige Anforderung gängiger Corporate-Governance-Standards[311] erfüllt.

9.2.4 Bilanzierung von Aktienoptionen und Einfluss auf die Ertragssituation

In der Praxis der internationalen Rechnungslegung mussten die betriebswirtschaftlichen Kosten, die mit der Auflegung und Durchführung aktiengestützter Vergütungsinstrumente verbunden waren, lange Zeit nur dann zwangsläufig auch als Aufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung verzeichnet

[309] Vgl. Bassen, A. (2002), Die Einführung von Stock Options aus Aktionärssicht, in: Achleitner, A.-K., Wollmert, P. (Hrsg.), Stock Options, Finanzwirtschaft, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, 2., überarbeitete und erw. Aufl., S. 385–386, Stuttgart, 2002

[310] Vgl. Huddart, S (1994), Employee Stock Options, in: Journal of Accounting and Economics, 18. Jg, S. 216–-217, 1994

[311] Vgl. hierzu: McEnally, R. T. und Kim, K. (2007), Corporate Governance. Chapter 1 in: CFA Institute (Hrsg.), Corporate Finance for the CFA® Program, Charlottesville/VA, (Eigenverlag)

werden, wenn die zur Bedienung der Ansprüche der Begünstigten benötigten Aktien zu einem Kurs am Markt erworben wurden, der über dem Kaufpreis lag, der den Begünstigten gewährt worden ist.

In den weitaus häufigeren Fällen, bei denen die Ansprüche der Begünstigten mithilfe neu ausgegebener Aktien erfolgte, hatten die ausgebenden Unternehmen nach US-GAAP ein Wahlrecht zwischen zwei Alternativen:

- Einerseits bestand die Möglichkeit, den mit finanzmathematischen Verfahren ermittelten rechnerischen Marktwert der Optionen als Personalaufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen. Die Gegenbuchung auf der Passivseite der Bilanz erfolgte in diesem Fall unter dem Posten „Kapitalrücklage“ innerhalb des Eigenkapitals.
- Andererseits konnten sich die Unternehmen aber auch dafür entscheiden, anstelle des rechnerischen Marktwerts den inneren Wert der ausgegebenen Optionen am Beginn des Optionsprogramms in Ansatz zu bringen. Dieser entspricht der Differenz zwischen dem Aktienkurs und Basispreis der Optionen bei Ausgabe, sofern diese positiv ist, und ist sonst null. Vor allem in den USA war es jahrzehntelang eine gängige Praxis, den Basispreis der Optionen mit dem Aktienkurs bei Programmbeginn gleichzusetzen. Die Wahl dieser Bewertungsalternative hatte also zur Folge, dass die betriebswirtschaftlichen Kosten des Optionsprogramms in der Gewinn- und Verlustrechnung entweder gar nicht oder in weitaus geringerem Umfang in Erscheinung traten, als dies aus finanzmathematischer Sicht geboten gewesen wäre[312].

Dieses Wahlrecht dürfte über lange Zeit tendenziell zu einer Verwirrung der Anteilseigner beigetragen haben, da sie die Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse unterschiedlicher Unternehmen stark beeinträchtigt hat. Es steht somit im Widerspruch zum Ziel der Transparenz von Vergütungsmodellen. Einschlägige Analysten-Studien haben zudem ergeben, dass die Gewinne für das Geschäftsjahr 2002 bei den 500 größten Unternehmen der USA um 30 % geringer ausgefallen wären, wenn die rechnerischen Marktwerte der ausgegebenen Optionen als

[312] Amerikanische Unternehmen haben die Möglichkeit, Optionsprogramme nach SFAS (Statement of Financial Accounting Standard) oder nach APB (Accounting Principles Board Opinion) zu erfassen. Beide Methoden lassen erhebliche Bewertungsspielräume zu

Personalaufwendungen ausgewiesen worden wären.[313] Entsprechenden Schätzungen der Investmentbank Merrill Lynch zufolge wären die Gewinne „traditioneller“ Unternehmen durch eine aufwandswirksame Verbuchung ausgegebener Optionen um 5 bis 10 %, jene von Technologieunternehmen sogar über 70 % geringer ausgefallen.[314] Werden Aktienoptionen für Vorstände oder Mitarbeiter nicht mit ihren marktgerechten Werten aufwandswirksam erfasst, so wird folglich die tatsächliche Ertragslage der Unternehmen zu optimistisch dargestellt. Spätestens sobald die Optionen ausgeübt werden und sich der bereits beschriebene Verwässerungseffekt (bei ansonsten gleichbleibenden Bedingungen) in einem Rückgang der Gewinne pro Aktie („earnings per share“) manifestiert, treten die ökonomischen Folgekosten entsprechender Optionsprogramme für die Aktionäre in vollem Umfang in Erscheinung.[315]

Aufgrund dieser Komplikationen wird die bilanzielle Behandlung von Stock Options seit geraumer Zeit von den internationalen und nationalen Vereinigungen der Standardsetter und von Vertretern aus dem Management der relevanten Unternehmen kontrovers diskutiert. Die wichtigsten internationalen Gremien auf diesem Gebiet sind einerseits das US-amerikanische Financial Accounting Standards Board (FASB) und anderseits das länderübergreifende International Accounting Standards Board (IASB). In Deutschland besteht auf der Grundlage des § 342 HGB seit 1998 ein privatwirtschaftlich organisiertes Deutsches Rechnungslegungs-Standards Committee (DRSC), welches u. a. die Aufgabe hat, „im öffentlichen Interesse die Qualität der Rechnungslegung und Finanzberichterstattung zu erhöhen und die Konvergenz der nationalen Regelungen mit den internationalen Rechnungslegungsvorschriften voranzutreiben“[316] und dabei vor allem mit dem IASB eng zusammenzuarbeiten.

Auch unter privaten und institutionellen Aktionären besteht keinesfalls völlige Einigkeit darüber, ob der rechnerische Marktwert ausgegebener Aktienoptionen als Aufwand erfasst werden soll oder nicht. Derartige Voten aus dem Kreis der Aktionäre haben zwar keine rechtlich bindende Wirkung in Bezug auf das Verhalten der Unternehmensleitungen; da sich in ihnen jedoch Trends im

---

[313] Ebenda

[314] Vgl. Schwalbe, J. (2002), US-Wirtschaftsprüfer kämpfen im Vertrauen, in: Finanz und Wirtschaft, Nr.75, Seite 41, Zürich 21.09.2002

[315] Vgl. o. V. (2004-a-), Aktienoptionen müssen als Aufwand verbucht werden, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 44, 21.02.2002, S. 11

[316] So die Selbstbeschreibung des DRSC im Rahmen seines Internet-Auftritts http://www.standardsetter.de/drsc/docs/gasc_about.html#gasc_aims

Meinungsbildungsprozess der interessierten Öffentlichkeit widerspiegeln können, besitzen sie jedoch eine Signalwirkung für die jeweiligen Mitglieder der jeweiligen Geschäftsleitung und des Aufsichtsrats. Schon lange vor der jüngsten Neuregelung der einschlägigen Buchhaltungsstandards haben sich beispielsweise die Aktionäre des Halbleiterproduzenten Intel für diese Form der Bilanzierung ausgesprochen und sich damit in deutliche Opposition zu den Vorstandsmitgliedern begeben, die zuvor scharfe Kritik an einer entsprechenden Neufassung der relevanten Regelungen geübt hatten. Die daraus resultierende Kontroverse gewann u. a. dadurch an Brisanz, dass bei Intel – wie bei vielen anderen Technologieunternehmen auch – traditionell ein überdurchschnittlich hoher Anteil der Vorstandsvergütung aus Aktienoptionen besteht. Geteilt wurde die Sichtweise der Intel-Aktionäre von der Mehrheit der Anteilseigner der Firmen Hewlett-Packard, Adobe Systems und PeopleSoft, die sich ebenfalls schon seit geraumer Zeit für eine aufwandswirksame Behandlung von Aktienoptionen ausgesprochen haben. Das Beispiel des Internet-Dienstleisters Yahoo zeigt jedoch, dass es auch im Technologiebereich z. T. mächtige Aktionärsgruppen gibt, die einer Verbuchung des rechnerischen Marktwertes ausgegebener Aktienoptionen als Personalaufwand ablehnend gegenüberstehen[317]. Grund für diese Ablehnung ist möglicherweise die Befürchtung, dass eine Veröffentlichung der entsprechenden Aufwendungen zu Kurseinbußen für die Aktien des Unternehmens führen könnten. Auf der anderen Seite des Spektrums möglicher Verhaltensweisen stehen einige große Aktiengesellschaften wie etwa Coca-Cola und Boeing, in denen die ausgegebenen Aktienoptionen schon traditionell freiwillig als normale Personalkosten bilanziert werden. [318]

In Bezug auf die Frage, ob die Ausgabe von Stock Options als Personalaufwand zu verbuchen oder erfolgsneutral zu bewerten ist, haben sich mittlerweile sowohl FASB als auch IASB eindeutig zugunsten einer aufwandswirksamen Behandlung des rechnerischen Marktwerts der Aktienoptionen ausgesprochen. Damit hat sich zwischenzeitlich die rechtliche Grauzone zur bilanziellen Behandlung von Aktienoptionen weitgehend geklärt. Die bilanzielle Behandlung aktienbasierter Vergütungsinstrumente wird seit Anfang 2005 im Rahmen der International Financial Reporting Standards (IFRS) durch den seinerzeit geschaffenen Standard 2 (im Folgenden: IFRS 2) geregelt; zuvor gab es keine entsprechenden internationalen

[317] Vgl. o. V. (2004-e-), Aktionäre fordern neue Bilanzierung von Optionen, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 27.05.2004, Nr. 22, S. 23

Regelungen[319]. Kernaussage dieses durch das International Accounting Standards Board (IASB) in London festgelegten Regelwerks ist der Beschluss, dass Unternehmen, die eine IFRS-Konformität ihrer Jahresabschlüsse für sich reklamieren wollen, den rechnerischen Marktwert der an Mitarbeiter oder Vorstandsmitglieder ausgegebenen Aktienoptionen als Aufwand verbuchen müssen.[320] Soweit sich die Vergütung auf bereits erbrachte Leistungen bezieht, müssen die Aufwendungen in ihrer Gesamtheit am Tag der Gewährung („grant date") erfasst werden. Wenn jedoch die Optionsgewährung im Zusammenhang mit zukünftig zu erbringenden Leistungen erfolgt, muss der mit ihr verbundene Aufwand ratierlich über den Zeitraum bis zur voraussichtlichen Ausübung – die „vesting period" – verteilt werden[321]. Die Gegenbuchung auf der Passivseite der Bilanz erfolgt im Eigenkapital. Im Falle „virtueller Aktienoptionen", bei denen die Begünstigten zum Zeitpunkt der Ausübung entweder einen Barausgleich in Höhe der Differenz zwischen Aktienkurs und Basispreis erhalten oder für einen solchen Barausgleich optieren dürfen, ist abweichend hiervon eine Verbindlichkeit auf der Passivseite der Bilanz zu verbuchen. Mit diesem Standard werden nunmehr im Geltungsbereich der IFRS qualitativ hochwertige und transparente Informationen für Bilanzadressaten wie z. B. Aktionäre und Analysten bereitgestellt, welche die Höhe der betriebswirtschaftlichen Kosten von Aktienoptionen weitaus besser als bisher nachvollziebar machen.[322] Davon sind vom Jahr 2005 an prinzipiell die Konzernabschlüsse aller kapitalmarktorientierten Unternehmen in der EU sowie der Schweiz betroffen.

Das US-amerikanische Financial Accounting Standards Board (FASB) hat mittlerweile die Bilanzierung aktienbasierter Vergütungsinstrumente weitgehend an die Vorgaben der IFRS angenähert[323]. Grundlage hierfür ist eine wesentliche Überarbeitung der für diese Instrumente maßgeblichen FASB-Statements 95 und 123, die Ende 2004 abgeschlossen wurden. Mit dieser Überarbeitung wurde die bislang bestehende Möglichkeit, den rechnerischen Wert der an Mitarbeiter oder

---

318 Ebenda

319 Vgl. Mendoza, R., Hancock, P. (2003), A Better Way to Share the Rewards, in: Financial Times London, no. 34913, p. 11, 14.08.2003; vgl. London, S. (2002), A Risky Option, Financial Times London, no. 34875, p. 13, 01.07.2002

320 Vgl. Financial Times Deutschland, 02.05.2005; vgl. Wüstermann, J. (2005), Ertragsvereinahmung im neuen Referenzrahmen von IASB und FASB-internationaler Abschied vom Realisationsprinzip, in: Betriebs-Berater, Bilanzrecht und Betriebswirtschaft, 60 Jg., Heft 8, 21. Februar 2005, S. 428 (427–434)

321 Die Darstellung folgt hier Szaurer, B. (2006), Bilanzielle Behandlung nach IFRS, S. 10–11, in: PwC tipps&trends, Schwerpunkt Mitarbeiterbeteiligung, Wien, April 2006.

322 Vgl. Müller, S., Wulf, I. (2005), Abschlusspolitisches Potential deutscher Unternehmen im Jahr 2005 unter besonderer Berücksichtigung der IFRS-Erstanwendung, in: Betriebs-Berater, Bilanzrecht und Betriebswirtschaft, 60 Jg., Heft 23, 06. Juni 2005, S. 1267 (1267–1273)

Vorstandsmitglieder ausgegebenen Optionen anhand des inneren Werts zu bemessen (und damit eine erfolgswirksame Verbuchung meist de facto zu vermeiden) abgeschafft. Statt dessen besteht nunmehr – nach Ablauf einer Übergangsfrist bis 2007[324] für Unternehmen, die nach US-GAAP bilanzieren, die Vorgabe, den mit Fair Value[325] bezeichneten rechnerischen Marktwert der Optionen als Aufwand zu erfassen. Dieser Wert ist unter Hinzuziehung der Optionspreismodellen zu berechnen;[326] er besteht aus der Summe des inneren Werts (= Maximum aus Aktienkurs minus Basispreis und null) und dem Zeitwert (rechnerischer Gegenwert der Chance auf künftige Kursgewinne). In die Bewertung einzubeziehen sind auch alle Tranchen, die nach dem 07.11.2002 ausgegeben wurden bzw. werden und bei denen die Sperrfrist noch nicht abgelaufen ist.[327]

Im deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) wird die Behandlung isolierter Aktienoptionen, die im Zuge einer bedingten Kapitalerhöhung an Arbeitnehmer oder Geschäftsführungsmitglieder ausgegeben werden, derzeit nicht explizit geregelt. In der einschlägigen Fachliteratur stehen sich zwei konträre Lehrmeinungen gegenüber:

- Pellens und Crasselt[328] (1998a, b) schlagen vor, sich bei der bilanziellen Behandlung von Aktienoptionen, deren Ausgabe durch eine bedingte Kapitalerhöhung finanziert wird, an den in den USA gültigen Buchführungs- und Bilanzierungsgrundsätzen (US-GAAP) zu orientieren.
- Dagegen halten Naumann[329], Rammert[330] und Herzig[331] eine an den US-GAAP orientierte Vorgehensweise für nicht vertretbar.

In Deutschland müssen alle kapitalmarktorientierten Konzernabschlüsse seit Anfang 2005 zwingend nach IFRS erstellt werden; lediglich originär nach US-GAAP

---

[323] Die nachfolgend hierzu getroffenen Aussagen basieren auf dem KPMG Audit Committee Institute im Januar 2005 veröffentlichten Financial Reporting Update 2004.

[324] Vgl. o. V. (2004-a-), Aktienoptionen müssen als Aufwand verbucht werden, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.02.2004, Nr. 44, S. 11; vgl. de Paoli, N. (2003), Konzerne verlieren Lust an Aktienoptionen, Financial Times Deutschland, 20.06.2003

[325] Vgl. Böcking, H.-J. (2005), Zum Verhältnis von neuem Lagebericht, Anhang und IFRS, in: Betriebs-Berater, Bilanzrecht und Betriebswirtschaft, 60 Jg., Beilage 3, Heft 20, 17. Juni 2005, S. 5 (5–8)

[326] Vgl. Knorr, L. (2005), IASB-Project zu Accounting Standards for Non-Publicy Accountable Entities: Status der Diskussion, in: Betriebs-Berater, Bilanzrecht und Betriebswirtschaft, 60 Jg., Beilage 3, Heft 20, 17. Juni 2005, S. 22 (20–22)

[327] Vgl. o. V. (2004-b-), Rechnungslegung-Report, in: finanz-betrieb.de, IASB, 12.03.2004

[328] Pellens, B., Crasselt, N. (1998), Bilanzierung von Stock Options, in: Der Betrieb 5/1998, S. 217–223, sowie Pellens, B., Crasselt, N. (1998), Aktienkursorientierte Entlohnungsinstrumente im Jahresabschluss. S. 125–160, in: Pellens, B. (Hrsg.), Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme, Stuttgart, 1998

[329] Naumann, T. (1998), Zur Bilanzierung von Stock Options: Erwiderung zu dem Beitrag von Pellens und Crasselt, in: Der Betrieb 29/1998, S. 1428–1431

[330] Rammert, S. (1998): Die Bilanzierung vpm Aktienoptionen für Manager – Überlegungen zur Anwendbarkeit von US-GAAP im handelsrechtlichen Jahresabschluß, in: Die Wirtschaftsprüfung 17/1998, S. 766–777

bilanzierende Unternehmen sind von dieser Regelung ausgenommen[332]. Die meisten Akteure am Kapitalmarkt wenden den nach internationalen Rechnungslegungsstandards erstellten Abschlüssen weitaus mehr Aufmerksamkeit zu als dem HGB-Abschluss. Deswegen wird an dieser Stelle auf eine detaillierte Wiedergabe der einzelnen Argumente für die beiden zuvor genannten, kontroversen Standpunkte verzichtet. Festzuhalten ist jedoch, dass nach deutschem Recht eine Erfassung von Aufwendungen, die mit der Ausgabe von Stock Options im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung verbunden sind, in der Steuerbilanz nicht zulässig ist. Diese Aufwendungen mindern also auch nicht die Steuerlast des Unternehmens.

Viele Beobachter erwarten, dass die Vergabe von Aktienoptionen als Folge der neuen Bilanzierungsvorschriften unter US-GAAP und IFRS in Zukunft restriktiver gehandhabt werden wird als bislang, um die daraus resultierenden Beeinträchtigungen der buchhalterisch ausgewiesenen Unternehmensgewinne in Grenzen zu halten. Seitens einiger Unternehmen wird dabei argumentiert, dies gehe vor allem zu Lasten derjenigen Beschäftigten, die in nachgeordneter Funktion – also nicht als Angehörige des Vorstands und der obersten Führungsgremien – für das jeweilige Unternehmen tätig seien. Zwar ist nicht von der Hand zu weisen, dass dieser Effekt in einigen Einzelfällen tatsächlich eintreten kann. Bei einer näheren Betrachtung wird diese Aussage allerdings relativiert, wenn die Zusammensetzung der Zielgruppe der Begünstigten genauer untersucht wird. Informationen aus dem US- Arbeitsministerium zufolge kamen im Jahr 1999 nur 1,7 % aller Erwerbstätigen in den Genuss von Aktienoptionen. Wahrscheinlich ist diese Zahl im weiteren Verlauf des noch bis ins Frühjahr 2000 andauernden Börsenbooms weiter angestiegen; nach dem Ende der spekulativen Euphorie dürfte sie in den drei darauffolgenden, von heftigen Kurskorrekturen gekennzeichneten Jahren jedoch wieder zurückgegangen sein. Der Umstand, dass in den neunziger Jahren die Anzahl der Optionen im Verhältnis zur Zahl der umlaufenden Aktien von 5 auf 16 % angestiegen ist[333], darf also nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Kreis der Begünstigten, gemessen an der Beschäftigtenzahl, relativ klein und vermutlich nach sehr eng gefassten Kriterien ausgewählt worden ist.

---

[331] Naumann, T. (1998). Zur Bilanzierung von Stock Options: Erwiderumg zu dem Beitrag von Pellens und Crasselt. in: Der Betrieb 29/1998, S. 1428–1431

[332] Industrie- und Handelskammer Krefeld (2004), Bilanzierung im Umbruch; Informationsbroschüre, Krefeld 2004

[333] Vgl. Cleis, A. (2002), Stock-Options im Visier des US-Kongresses, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 81, S. 24, 09.04.2002

Wenn also tatsächlich die Ausgabe von Stock Options infolge der neuen Bilanzierungsvorschriften restriktiver gefasst werden sollte, sind es in den weitaus meisten Fällen wahrscheinlich nicht die Inhaber nachrangiger Positionen in der Unternehmenshierarchie, die hiervon betroffen sind, sondern die Angehörigen des Top-Managements. Bislang konnten Aktiengesellschaften Mitglieder der Unternehmensleitung relativ großzügig mit Aktienoptionen bedienen, ohne dass die damit verbundenen Opportunitätskosten (Verzicht auf die Einnahme einer marktgerechten Optionsprämie) in der Gewinn- und Verlustrechnung in Erscheinung treten mussten. Im Kern ist es vor allem diese – aus Aktionärssicht bedenkliche – Praxis, die durch die neuen Bilanzierungsregeln verunmöglicht wird.
Ergänzend und zugleich relativierend muss hierzu angemerkt werden, dass eine reine Kostenbetrachtung, so wie sie durch die neuen Regelungen nunmehr besser ermöglicht wird, allein noch kein Garant für eine betriebswirtschaftlich vorteilhafte Gestaltung von Optionsprogrammen ist. Aus Sicht der Adressaten des Jahresabschlusses ist es ein hoher Informationsgewinn, dass die in Bezug auf die Kosten von Aktienoptionsprogrammen nunmehr ein höheres Maß an Transparenz geschaffen wird. Dennoch bleibt auch die Forderung berechtigt, durch eine geeignete Programmgestaltung sicherzustellen, dass eine gewinnträchtige Optionsausübung nur möglich wird, wenn die daraus resultierenden Kosten durch einen mindestens ebenso hohen zusätzlichen Wertschöpfungsbeitrag der Begünstigten gerechtfertigt werden können. Die zwischenzeitliche Durchsetzung einer ökonomisch realistischeren Behandlung von Stock Options im Rahmen der internationalen Rechnungslegung hat dieser Forderung nichts von ihrer Dringlichkeit genommen.

9.2.5 Repricing

Aktienoptionsprogramme als Vergütungsinstrument sollen, wie bereits ausgeführt, einerseits die Leistungen der Begünstigten honorieren und andererseits erfolgreiche Leistungsträger an das Unternehmen binden. Dabei gilt es, die Interessen der Begünstigten mit jenen der Aktionäre und der übrigen Anspruchsberechtigten (Stakeholder) auszubalancieren. Von besonderer Brisanz ist in diesem Zusammenhang die vor allem in den USA verbreitete Praxis des Repricings, die zu einer Divergenz der Interessenlagen insbesondere von Management und Aktionären führen kann: *"Companies must balance the need to attract and retain executives and*

other employees with shareholder interests, because repricings effectively separate the interests of management and the interests of shareholders.[334]

Unter Repricing werden nachträgliche Herabsetzungen des Basispreises oder entsprechende Anpassungen ergänzender Performanceziele bzw. Ausübungshürden in einem Aktienoptionsprogramm verstanden, die typischerweise dann vorgenommen werden, wenn aufgrund unvorhergesehener Entwicklungen die ursprünglich vereinbarten Kurs- oder Performanceziele nicht mehr erreichbar erscheinen. Der einschlägigen Definition in den US-GAAP zufolge sind darüber hinaus als Repricing einzustufen:

- die Streichung eines bestehenden Aktienoptionsprogramms und die nachfolgende Auflegung eines neuen Plans mit einem niedrigerem Basispreis innerhalb von 6 Monaten,
- die Gewährung von Stock Options und die nachfolgende Streichung eines bereits existierenden Aktienoptionsprogramms mit höherem Basispreis innerhalb von 6 Monaten,
- die Modifizierung eines bestehenden Optionsplans durch die Gewährung eines Cash-Bonus, der nur bei der Ausübung der Optionen fällig wird, sowie
- jede andere Transaktion, die das Ziel verfolgt, den Ausübungspreis zu reduzieren oder die Optionsbedingungen im Nachhinein zugunsten der Begünstigten anzupassen.[335]

Allen diesen Vorgängen ist gemeinsam, dass die Begünstigten durch eine Neubewertung bzw. Neuauflage ihrer Aktienoptionspakete auch bei niedrigeren Börsenkursen als ursprünglich vorgesehen Ausübungsgewinne realisieren können[336].

Im deutschen Aktiengesetz wird die Möglichkeit eines Repricings nicht erwähnt; ihre Berücksichtigung wird auch von den einschlägigen Fachgremien zur Zeit nicht thematisiert. Aber auch in den Vereinigten Staaten ist Kritik an diesem Vorgehen zur nachträglichen Anpassung der Optionsbedingungen laut geworden. Bemängelt wird insbesondere, dass Unternehmen von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht haben, um ihren Führungskräften nachträglich Gewinne aus Optionskontrakten zu

[334] Reda, J. (2002), Compensation Committee Handbook, New York, p. 70–71, 2002
[335] US-GAAP/FASB Interpretation, no. 44
[336] Vgl. Clais, R. (2002), Stock Option im Visier des US-Kongresses, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 81, S. 24, 09.04.2002

ermöglichen, die – gemessen am ursprünglichen Basispreis – keinen positiven inneren Wert besaßen (also „under water“ waren). Befürworter eines Repricings versuchen diese Praxis meist mit dem Hinweis auf die fehlende Beeinflussbarkeit bestimmter unternehmenswertrelevanter Umfeldfaktoren wie etwa Gesetzesänderungen oder der Wegfall ausländischer Beschaffungs- oder Absatzmärkte aufgrund außenpolitischer Konflikte zu rechtfertigen.[337] Vor diesem Hintergrund wird argumentiert, mithilfe eines Repricings könnte Demotivationseffekten und Fluktuationstendenzen vorgebeugt werden, die bei einer ungünstigen Entwicklung der genannten Umfeldfaktoren sonst zu erwarten wären. Trotz dieses Einwands hat sich zwischenzeitlich die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC dafür ausgesprochen, der Vereinbarung längerfristiger Erfolgsziele gegenüber Repricing-Vereinbarungen den Vorzug zu geben, wenn es darum geht, den Einfluss kurzfristiger Zufallsschwankungen in den relevanten Marktdaten auf das Einkommen der Begünstigten zu begrenzen. Wird vor allem angestrebt, die Werthaltigkeit der Optionen stärker als sonst von der allgemeinen Marktentwicklung oder branchenspezifischen Konjunktureinflüssen abzukoppeln, ist die Bindung des Basispreises an einen allgemeinen oder branchenbezogenen Referenzindex (Benchmark) eine aus Aktionärssicht vorteilhaftere Alternative zur Vornahme von Repricings[338]. Im Ergebnis ist folglich festzuhalten, dass eine nachträgliche Anpassung der Optionsbedingungen aus Aktionärssicht grundsätzlich als ein problematischer Vorgang zu betrachten ist. Dies findet nicht zuletzt auch in der Tatsache Ausdruck, dass ein derartiges Verhalten von gängigen Corporate-Governance-Kodizes[339] zumeist ablehnend beurteilt wird. Werden derartige Vorgaben ignoriert, so ist der Anschein einer "Selbstbedienungsmentalität" in der Innen- und Außendarstellung oft nicht zu zerstreuen. Dies gilt insbesondere angesichts der Tatsache, dass Aktienoptionsprogramme meist ohnehin zusätzlich zu anderen Vergütungskomponenten gewährt werden. Nach deutschem Recht würde eine Anpassung oder Neuauflage eines Aktienoptionsprogramms auf jeden Fall einen Hauptversammlungsbeschluss erfordern. Da zu vermuten ist, dass derartige Kompensationsstrategien in Deutschland auf ernst zu nehmende Kritik bei den

[337] Vgl. o. V. (2002-b-), Options are Useful – But Only If They're Used Right, in: Business Week, no. 3779, p. 11, New York, 05.08.2002
[338] Vgl. Klahold, C. (1999), Aktienoptionen als Vergütungselement, Frankfurt a. M., 1999, S. 43
[339] Vgl. hierzu McEnally, R. T., Kim, K. (2006), Corporate Governance, in: Corporate Finance for the CFA® Program, 2006

Aktionären trifft, ist ein Zustandekommen entsprechender Beschlüsse unter diesen Bedingungen wenig wahrscheinlich.

9.2.6 Entwicklungs- und Administrationskosten von Aktienoptionsprogrammen

9.2.6.1 Entwicklungskosten

Bei der Entwicklung eines Aktienoptionsprogramms fallen Kosten für dessen Ausgestaltung und für die laufende Administration des Programms an. Wie bereits im Gliederungspunkt 8.2.2 dargelegt, beziehen sich die einmaligen Entwicklungskosten in erster Linie auf die folgenden Bereiche:

- Betriebswirtschaftliche Ausgestaltung des Programms
- Feststellung der steuer- und sozialversicherungsrechtlichen Implikationen für die Begünstigten und das arbeitgebende Unternehmen
- Feststellung der arbeitsrechtlichen Implikationen
- Erkennung und Erfüllung der gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen
- Schriftliche Ausarbeitung der relevanten Vertragswerke und Dokumentationen
- Erstellung von Kommunikationsunterlagen und ggf. Durchführung von Informationsveranstaltungen

Je nach dem wie weit die hausinternen Fachkapazitäten reichen, können zusätzliche Kosten für die Hinzuziehung externer Beratungsgesellschaften anfallen, die sich auf die Ausgestaltung derartiger Programme spezialisiert haben und entsprechendes Know-how und Benchmarkinformationen vorhalten. Da diese Organisationen rechtlich vom Unternehmen, dessen Aufsichtsrat sowie seinen Beschäftigten und Anteilseignern unabhängig sind, kommt ihnen häufig die Position eines neutralen Vermittlers zwischen den oft durchaus unterschiedlichen Interessen der Beteiligten zu. Aus Sicht der heute verbreiteten Corporate-Governance-Regelungen wäre es außerdem als ausgesprochen problematisch anzusehen, Vergütungssysteme für den Vorstand allein von hausinternen Spezialisten entwickeln zu lassen, die dem Vorstand direkt oder mittelbar unterstellt und somit an seine Weisungen gebunden sind.

9.2.6.2 Administrative Kosten

Die Verwaltung eines Aktienoptionsprogramms kann sich angesichts der keineswegs trivialen Modellstruktur und der Vielzahl und Heterogenität der Begünstigten(gruppen) als eine durchaus komplexe Aufgabe erweisen. Dies gilt insbesondere bei international tätigen Konzernen mit mehreren Mitgliedsunternehmen an unterschiedlichen nationalen Standorten. Für jeden dieser Standorte gilt es, spezifische steuerliche, sozialversicherungs- und arbeitsrechtliche sowie bilanzielle Vorschriften zu beachten. Der damit einhergehende administrative Aufwand kann oft nur dadurch bewältigt werden, dass entsprechend spezialisierte Datenbanken aufgebaut, gepflegt und regelmäßig aktualisiert werden. Diese Tätigkeit kann i. d. R. nur gelingen, wenn der gesamte Administrationsprozess zuvor mithilfe eines entsprechenden Fachkonzepts umfassend beschrieben und geplant wird. Daran schließt sich die Entwicklung einer geeigneten Software-Lösung und deren Dokumentation an. Ist die Feinabstimmung der entsprechenden Datenbank-Inhalte erfolgt, kann auf dieser Grundlage auch die Bewältigung des notwendigen Formularwesens in hohem Maße rationalisiert werden.

Die Entwicklung und regelmäßige Aktualisierung derartiger Datenbanken kann sich aufgrund der Notwendigkeit einer simultanen Bereitstellung verschiedenster Informationen von in- und ausländischen Märkten und Standorten als durchaus kostenintensiv erweisen. Da die Aktienkurse bzw. Indexstände, die für die Werthaltigkeit der ausgegebenen Aktienoptionen von Bedeutung sind, erheblicher Volatilität unterliegen, ist die Bereitstellung und Verarbeitung dieser Informationen zeitkritisch. Von hoher Bedeutung ist es ferner, den Begünstigten von Aktienoptionsplänen rechtzeitig Informationen über den Beginn und das Ende der für die Optionsausübung zulässigen Zeitfenster zukommen zulassen. In diesem Zusammenhang sind die nachstehenden Punkte zu beachten:

- Kontinuierliche Aktualisierung aller Teilnehmer-, Markt- und Plandaten
- Regelmäßiges Reporting an die Teilnehmer und die zuständigen Abteilungen
- Überwachung der Einhaltung der Ausübungsbedingungen und Berechnung möglicher Ausübungsgewinne
- Operative Abwicklung der Ausübung von Optionen mithilfe geeigneter Schnittstellen zur jeweiligen Depotbank
- Abwicklung der Ausgabe neuer Tranchen von Optionen für die Begünstigten

- Regelmäßige Aktualisierung der relevanten Informationen über die in- und ausländische Rechtsprechung auf den Gebieten des Steuer- und Sozialversicherungsrechts, des Arbeitsrechts und der Bilanzierung[340]

Die Bereiche verdeutlichen die Komplexität des Administrationsprozesses und unterstreichen die Bedeutung einer professionelle Umsetzung für die Erreichung der gewünschten Zielsetzungen. In einigen Fällen kann es sinnvoll sein, den Administrationsprozess mit einer Art Call-Center als Betreuungs- und Informationsinstrument für die Beteiligten zu unterstützen.

9.2.7 Kommunikation

Inwieweit ein Aktienoptionsprogramm zur Erreichung der mit ihm verfolgten Ziele beitragen kann, ist ebenfalls davon abhängig, inwieweit es gelingt, die ökonomischen Eckdaten des Programms, seine Funktionsweise und Zielsetzungen den Begünstigten in präziser und zugleich gut verständlicher Weise zu kommunizieren. Eine entsprechend ausgestaltete Kommunikation versetzt den Begünstigten in die Lage, den Zusammenhang zwischen der Ausgestaltung des Plans und den mit ihm verfolgten Zielsetzungen zu verstehen. Für die Kommunikation kommen unterschiedliche Medien in Frage. Welche Medien konkret in welchem Maße zum Einsatz kommen, hängt von der Größe und dem Internationalisierungsgrad des Unternehmens ebenso ab wie vom Umfang und der Zusammensetzung des Adressatenkreises. Je nach Situation können z. B. Plakate, Broschüren, Vorträge mit anschließender Fragemöglichkeit und interaktive Angebote im firmeneigenen Intranet geeignete Medien sein. Erfahrungswerte aus international tätigen Konzernen legen dabei den Schluss nahe, dass ein hohes Maß an Sensibilität für länderspezifische Rahmenbedingungen auf den Gebieten der Sprache, der Kultur und der öffentlichen Meinungsbildungsprozesse erforderlich ist, wenn der gewünschte Informationseffekt seitens der Adressaten auch tatsächlich erzielt werden soll.

Von hoher Bedeutung ist ferner die Entwicklung einer geeigneten Kommunikationsstrategie gegenüber aktuellen und potenziellen Anteilseignern. Durch eine hinreichend genaue Beschreibung der Modellparameter sowie der Art und Weise, in der diese mit den Zielen und der langfristigen Strategie des Unternehmens korrespondieren, kann ungerechtfertigter Kritik entgegengewirkt und

[340] PwC AG, Equity Planer Handbook, Hamburg, 2005

ein hohes Maß an Transparenz nach außen gewährleistet werden. Diese wird von Investorenvertretern erfahrungsgemäß oft sehr geschätzt.

9.2.8 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Wirtschaftlichkeit

Kriterien/Bedeutung	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Angemessenheit der Vorstandsbezüge							
Optionspreismodelle und Benchmarking							
Verwässerungseffekt							
Bilanzielle Implikation							
Repricing							
Entwicklungs- und Administrationskosten							
Kommunikation							

Tabelle 6: Zusammenfassende Bewertungsmatrix Wirtschaftlichkeit
Quelle: Eigene Darstellung

9.3 Leistungsorientierung

Wie bereits erläutert ist nach deutschem Recht der Aufsichtsrat gem. § 87 (1) Aktiengesetz zuständig für die Festlegung der Vorstandsvergütung. Diese Zuständigkeit beinhaltet auch die konkrete Ausgestaltung der Optionsbedingungen für etwaige Aktienoptionsprogramme. Dabei stehen ihm eine Vielzahl von Gestaltungsmöglichkeiten zur Verfügung, um den Plan individuell auf die Strategie des jeweiligen Unternehmens und seinen spezifischen Rahmenbedingungen gemäß ambitioniert auszurichten. Dieses Maß an Flexibilität ist notwendig, um die unterschiedlichen Interessen im Rahmen des Principal-Agent-Konflikts zwischen Anteilseignern und Begünstigten (siehe hierzu Kapitel 6) jeweils angemessen zu berücksichtigen und eine zielkonforme Leistungsorientierung seitens des Managements zu realisieren. Wird diesem Gesichtspunkt in adäquater Weise Rechnung getragen, können Aktienoptionsprogramme ein betriebswirtschaftlich sinnvolles Vergütungsinstrument darstellen, um die gewünschte Management-Leistung zur Steigerung des Unternehmenswerts zu begünstigen und die angestrebte Leistungsorientierung zu erzielen. Dieses schließt mit ein, dass Aktienoptionsprogramme mit entsprechenden Laufzeiten zu versehen sind, um das Management nachhaltig und langfristig für die gezeigte Leistung zu honorieren.

Im Rahmen der angestrebten Leistungsorientierung sollen die folgenden Gestaltungsparameter näher untersucht werden:

- Festlegung des Basispreises
- Indexierung bzw. Benchmarking

9.3.1 Die Festlegung des Basispreises

Der Basispreis einer Kaufoption auf Aktien ist der Preis, zu dem die Optionsinhaber die Aktien des jeweiligen Unternehmens beziehen können. Die Differenz zwischen dem tatsächlich realisierten Kurswert der jeweiligen Aktie zum Zeitpunkt der Optionsausübung und dem Basispreis stellt, wenn sie größer als null ist, den monetären Vorteil dar, den der Optionsinhaber durch die Ausübung seiner

Aktienbezugsrechte realisieren kann[341]. Ist diese Differenz am Ende der Optionslaufzeit kleiner oder gleich null, so verfällt die Option wertlos. Bei der Festlegung des Basispreises hat der Aufsichtsrat die Wahl zwischen zwei Alternativen:

- Zum einen kann er den Schlusskurs der Aktie an einem bestimmten, vorgegebenen Stichtag als Grundlage für die Festlegung des Basispreises wählen;
- zum anderen kann er sich dafür entscheiden, den Basispreis auf der Grundlage eines gleitenden Durchschnittswerts festzulegen, der z. B. als arithmetisches Mittel der Schlusskurse innerhalb eines am Stichtag endenden Zeitfensters von z. B. 20 Handelstagen berechnet wird.

Im Interesse einer strategischen, an dauerhafter Wertschöpfung orientierten Ausrichtung der Vergütungssystematik sollte es vermieden werden, den Kurs an einem einzigen Stichtag zur Festlegung des Basispreises heranzuziehen[342]. Kurzfristig auftretende Informationen wie z. B. Nachrichten (oder auch nur Gerüchte) über tatsächliche oder geplante Gesetzesvorhaben, personelle Umbesetzungen auf den höheren Führungsebenen des Unternehmens etc. können erfahrungsgemäß so ausgeprägte Kursschwankungen auslösen, dass der jeweilige Stichtagskurs nicht mehr unbedingt als ein hinreichend genauer Indikator für die Werthaltigkeit des Unternehmens dienen kann. Aus Aktionärssicht wird eine derartige Vorgehensweise verständlicherweise insbesondere dann kritisiert, wenn der Aktienkurs im Vorfeld der Festlegung des Basispreises erheblich gefallen ist. Wird in einer derartigen Situation der Basispreis anhand eines einzigen Stichtagskurses fixiert, so können die Begünstigten u. U. schon durch das bloße Wiederaufholen zurückliegender Kurseinbußen Ausübungsgewinne realisieren, obwohl für die an langfristiger Wertschöpfung orientierten Aktionäre noch kein nennenswerter Wertzuwachs erzielt worden ist.

Wird dagegen das arithmetische Mittel der Schlusskurse aus den jeweils letzten 5, 10, 20 oder mehr Börsenhandelstagen unter Einschluss des relevanten Stichtages als Berechnungsgrundlage für den Basispreis herangezogen, so kann dadurch der Effekt der oben erwähnten, zufälligen Kursschwankungen wirksam begrenzt und auf

[341] Vgl.Engelsing, L. (2001), Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil der Führungskräfte börsennotierter Unternehmen: Analyse der handels- und steuerrechtlichen Implikationen, Köln, S. 54, 2001

[342] Sauter, B., Babel, M. (2002), Zielsetzung von Stock Option-Plänen – betriebswirtschaftliche Grundlagen, S. 19ff, in: Achleitner, A. K., und Wollmert, P., Stock Options – Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart, 2002

diesem Weg ein besserer Interessenausgleich zwischen Begünstigten und Anteilseignern erreicht werden.

9.3.2 Indexierung bzw. Benchmarking

Die in dieser Arbeit angestellten Überlegungen zur Wirtschaftlichkeit von Aktienoptionsprogrammen haben u. a. gezeigt, dass die Einführung eines derartigen Programms unabhängig von der Form der Kapitalaufbringung zunächst immer auch Kosten für das Unternehmen und seine Anteilseigner nach sich zieht. Der Einsatz eines entsprechenden Vergütungsinstrumentariums kann also betriebswirtschaftlich nur dann als gerechtfertigt gelten, wenn mit seiner Verwendung Wirtschaftlichkeitsverbesserungen an anderer Stelle erzielt werden, welche diese anfänglichen Kosten überkompensieren. Eine wertschöpfungsorientierte Ausgestaltung der Optionsbedingungen erfordert daher die Setzung angemessener und leistungsbezogener Ziele, die sich flexibel an den unternehmensspezifischen Rahmenbedingungen orientieren. Im Folgenden werden drei alternative, in der Praxis gängige Gestaltungsvarianten erläutert, mit denen versucht werden kann, diesem Kriterium zu genügen[343]; dies sind

- die Festlegung eines über dem aktuellen Aktienkurs – bzw. einem entsprechend gleitenden Durchschnitt – liegenden Basispreises,
- die Koppelung des Basispreises an einen Referenzindex und
- die Festlegung absoluter oder relativer Ausübungshürden

9.3.2.1 Basispreis über dem aktuellen Aktienkurs

Um den Kriterien der Angemessenheit und Leistungsbezogenheit zu entsprechen, besteht die Möglichkeit, den Basispreis der auszugebenden Optionen so festzulegen, dass eine profitable Optionsausübung nur erfolgen kann, wenn die durchschnittlich annualisierte Performance während der Optionslaufzeit einen vorgegebenen Mindestwert nicht unterschreitet. Auf diesem Wege kann das Ausmaß der zu

[343] Vgl. hierzu Siddiqui, S. (2000), Aktienoptionsprogramme. Kapitel 5.1. in Weidner, B. (Hrsg.), Nebenleistungen statt Gehaltserhöhung, Augsburg, 2000

erwartenden Kursverwässerung eingedämmt und damit ein mögliches Anfechtungsrisiko vermieden werden[344].

Die für eine profitable Optionsausübung erforderliche Mindestperformance p_{min} kann auf der Grundlage des bei Auflegung des Optionsplans geltenden risikolosen, laufzeitkongruenten Kapitalmarktzinssatzes *r* und einer marktgerechten Risikoprämie γ wie folgt festgelegt werden:

$$p_{min} = r + \gamma$$

Der Risikozuschlag γ kann als eine marktgerechte Entschädigung für die von den Investoren in Kauf genommene Kursunsicherheit interpretiert werden. Objektiv bindende Regeln für die Festlegung von γ gibt es nicht. Historische Studien haben für den Aktienmarkt insgesamt – je nach Datenbasis und Untersuchungszeitraum – Schätzungen von zwischen 3 und 6 % für diese Größe ergeben[345]. Je nach dem, ob das systematische – d. h. nicht durch Diversifikation eliminierbare – Risiko einer individuellen Aktie unter oder über dem Marktdurchschnitt liegt, ist für sie ein Wert von γ angemessen, der niedriger oder höher als der historische Mittelwert ausfällt. Orientierungswerte können hier mithilfe des Beta-Faktors aus dem Capital Asset Pricing Model[346] geschätzt werden. Auf dieser Grundlage kann der Basispreis der auszugebenden Optionen B wie folgt festgelegt werden

$$B = A\ (1 + r + \gamma)^T$$

Hier bezeichnet A den Referenzkurs der Aktie am Stichtag, also etwa den gemäß den obigen Vorgaben berechneten, gleitenden Durchschnitt; T steht für die Optionslaufzeit. Beträgt dieser Referenzkurs beispielsweise € 100, und werden ferner r mit 4 % und γ mit 6 % angesetzt, so ergibt sich für eine Option mit fünfjähriger Restlaufzeit (T=5) ein Basispreis von

$$B = € 100\ (1+0{,}04+0{,}06)^5 = \underline{€ 161{,}05}$$

Während der Optionslaufzeit ist der Basispreis mittels einer Anpassungsschutzklausel um den Effekt von Bezugsrechten, Dividendenzahlungen und anderen

[344] von Einem, C., Pajunk, A. (2002), Zivil- und gesellschaftsrechtliche Anforderungen an die Ausgestaltung von Stock Options nach deutschem Recht und deren Ausstrahlungswirkung auf die steuerliche und bilanzielle Behandlung, S. 101ff, In: Achleitner, A. K., und Wollmert, P., Stock Options – Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart, 2002

[345] Ein informativer Überblicksartikel hierzu ist Welch, I. (2000): Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies." Journal of Business 73(4), p. 501–537

[346] Sharpe, W. (1964), Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, 1964, in: Journal of Finance, p. 425–442

Maßnahmen, welche die Rechte der Bezugsrechtsbesitzer durch Umwandlung oder Veränderung der Aktien beeinträchtigen, bereinigt[347].

Wesentlicher Vorteil einer derartigen Konstruktion ist die Tatsache, dass durch sie das Ziel einer erfolgsorientierten Ausgestaltung mit einem hohen Maß an Verständlichkeit und intuitiver Nachvollziehbarkeit verbunden wird. Weder sind tägliche Aktualisierungen des Basispreises erforderlich, noch fehlt es dem zugrunde liegenden Performance-Kriterium an Plausibilität: Mehrwert wird nach der Logik dieses Modells nur dann geschaffen, wenn die risikoangepasste Marktrendite übertroffen wird. Ein möglicher Nachteil dieser Vorgehensweise ist jedoch, dass im Falle einer sehr ungünstigen Entwicklung des Aktienmarktes insgesamt die Chancen auf eine profitable Optionsausübung selbst dann schwinden, wenn es den Begünstigten durch überdurchschnittlich hohes Engagement gelingt, die Werteinbußen in ihrem Unternehmen in relativ engen Grenzen zu halten. Dieses Problem ist nicht notwendigerweise gravierend, wenn es mithilfe anderer variabler Vergütungsinstrumente (wie z. B. Bonuszahlungen) gelingt, besondere Leistungen unabhängig von der Kursentwicklung in einer Weise zu honorieren, die von den Begünstigten als leistungsgerecht empfunden wird. Einschränkend muss allerdings festgestellt werden, dass die vorgeschlagene Modellgestaltung keineswegs immun gegen das mögliche Auftreten von Zufallsgewinnen (Windfall-Profits) in Zeiten spekulativer Kursübertreibungen am Aktienmarkt insgesamt ist.

9.3.2.2 Koppelung des Basispreises an einen Referenzindex

Wie bereits im Zusammenhang mit dem Stichwort Repricing ausgeführt, können exogene Zufallseinflüsse auf den Aktienkurs einwirken, die vom Management des betroffenen Unternehmens nicht beeinflussbar sind. Wenn angestrebt wird, den Ausübungsgewinn der Optionen zumindest von denjenigen exogenen Zufallsfaktoren unabhängig zu machen, welche die zugehörige Branche insgesamt in gleichgerichteter Weise beeinflussen, kann in den Optionsbedingungen die Koppelung des Basispreises an einen branchenbezogenen Referenzindex vorgeschlagen werden. Eine solche Koppelung hat zur Folge, dass der Optionsinhaber immer nur dann einen Gewinn erzielen kann, wenn die Performance der relevanten Aktie im Zeitraum bis zur etwaigen Optionsausübung besser ausfällt,

[347] siehe hierzu Siddiqui, S. (1999), Aktienoptionsmodelle als Instrument der unternehmenswertorientierten Vergütungsgestaltung: Aktuelle Durchführungsformen und neuere Entwicklungen. Zeitschrift für

als es der Performance des jeweiligen Referenzindex entspricht. Auch in diesem Fall besteht die Notwendigkeit, den Basispreis während der Optionslaufzeit mittels einer Anpassungsschutzklausel um den Effekt von Bezugsrechten, Dividendenzahlungen und anderen Maßnahmen zu bereinigen, welche die Rechte der Bezugsrechtsbesitzer durch Umwandlung oder Veränderung der Aktien beeinträchtigen.

Der Basispreis der ausgegebenen Optionen ist in diesem Fall also kein während der Laufzeit konstanter Wert, sondern variiert börsentäglich mit jeder Veränderung des Referenzindex. Dabei ist das Spektrum möglicher Vergleichsindizes vielfältig: Für Mischkonzerne mit mehreren Kerngeschäftsfeldern, wie etwa den britischen Virgin-Konzern mit seinen zahlreichen Aktivitäten im Unterhaltungs-, Telekommunikations-, Verkehrs- und Tourismusbereich, kann beispielsweise ein branchenübergreifender Index als geeigneter Performance-Maßstab gelten; dabei kann je nach geografischer Reichweite der Unternehmensaktivitäten entweder ein globaler (z. B. MSCI World), ein regionaler (z. B. Dow Jones STOXX) oder gar nur ein nationaler Index (z. B. FTSE 100) gewählt werden. Für andere Unternehmen, bei denen der Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit stärker auf einen bestimmten Wirtschaftszweig konzentriert ist, ist die Verwendung eines entsprechend spezialisierten Branchen- oder Sektorindex die naheliegendere Alternative. Ein solches Vorgehen ist realisierbar, weil mehrere gängige “Indexfamilien“ wie etwa MSCI und Dow Jones STOXX, sektor- und branchenbezogene Subindizes enthalten, deren Werte börsentäglich berechnet und publiziert werden. Dabei kann Stichtagseffekten vorgebeugt werden, indem die genannte Bedingung in termini mehrtägiger Durchschnittswerte für Aktienkurs und Referenzindex formuliert wird.

Die untenstehenden Abbildungen zeigen exemplarisch – und in stilisierter Weise – mögliche Performanceverläufe von Aktienkurs und Referenzindex sowie die daraus resultierenden Ausübungsgewinne:

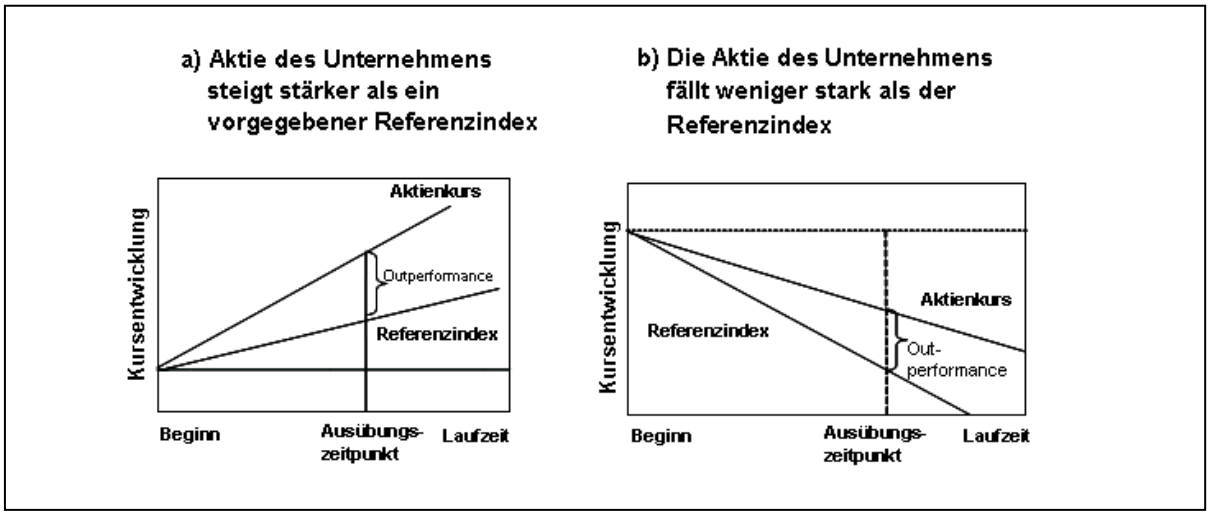


Abbildung 11: Mögliche Verläufe des Aktienkurses zu einem Referenzindex
Quelle: Eigene Darstellung

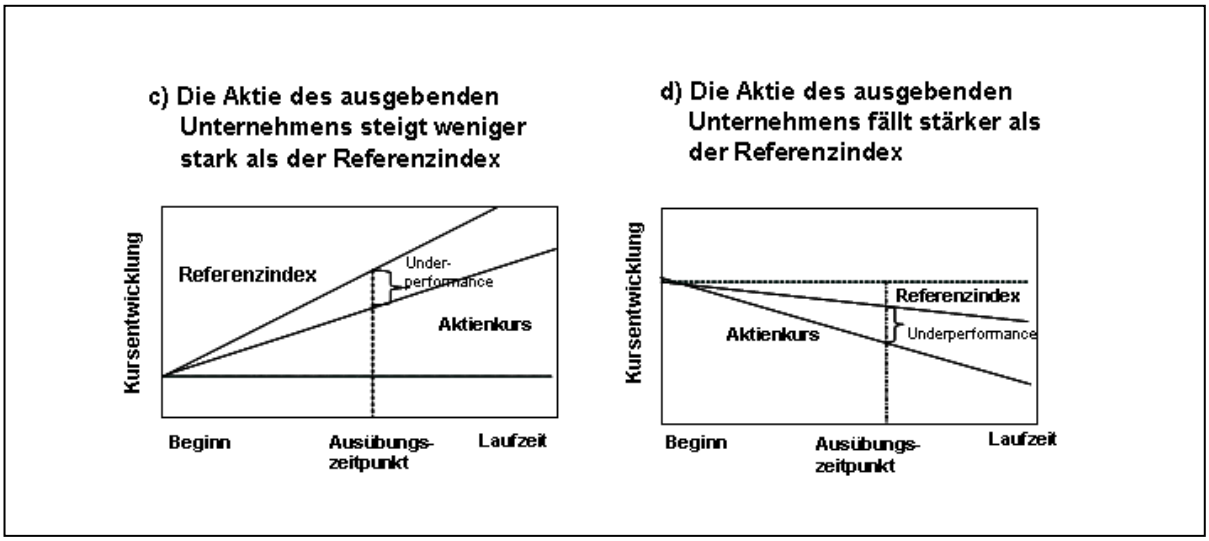


Abbildung 12: Mögliche Verläufe des Aktienkurses zu einem Referenzindex
Quelle: Eigene Darstellung

In Fall (a) können die Bezugsberechtigten einen Ausübungsgewinn erzielen, weil die Aktie des ausgebenden Unternehmens eine bessere Performance aufweist als der Index. Bei Eintreten von Situation (b) können die Bezugsberechtigten trotz einer negativen Kursentwicklung von ihrem Optionsrecht Gebrauch machen und Gewinne realisieren, weil die Performance der betroffenen Aktie weniger schlecht ausfällt als jene des Referenzindex. In den Fällen (c) und (d) kommt es dagegen nicht zur

Ausübung, da der eigene Aktienkurs sich schlechter entwickelt hat als der Referenzindex.

Aus Aktionärssicht kann eine derartige Modellkonstruktion als vorteilhaft angesehen werden. Die Vergütung der Management-Leistung wird hier durch die Kopplung an die Relativperformance im Vergleich zu einer geeigneten Benchmark transparent und bewertbar gestaltet; der Einfluss von zufälligen Effekten (Windfall-Profits bzw. -Losses) wird minimiert[348] und die Anreiz- und Bindungswirkung des Optionsprogramms kann auch bei einer Abwärtsentwicklung des Gesamtmarkts bzw. des jeweiligen Branchenindex erhalten bleiben. Diese Faktoren haben dazu geführt, dass eine entsprechende Modellgestaltung insbesondere von unabhängigen Experten heute favorisiert wird.[349] Allerdings ist zu beachten, dass sich derartige Modelle im Rahmen ihrer Umsetzung, als relativ kostspielig und zeitaufwändig erwiesen haben, weil hierzu tagesaktuelle Werte für die Performance-Differenz zwischen der eigenen Aktie und dem Referenzindex zu ermitteln und den Begünstigten gegenüber regelmäßig zu kommunizieren sind. Auch die Bewertung derartiger Optionen ist aufwändiger, da hier die Black-/Scholes-Formel nicht anwendbar ist, und statt dessen Monte-Carlo-Simulationstechniken eingesetzt werden müssen[350]. Eine Kopplung des Basispreises an einen Referenzindex wegen dieser Überlegungen abzulehnen, erscheint angesichts der vielfältigen Vorteile einer derartigen Konstruktion dennoch nicht sachgerecht.

9.3.2.3 Ausübungshürden

Alternativ oder ergänzend zu den vorgenannten Modellgestaltungen finden sich in der Praxis gelegentlich auch Modellgestaltungen, in welchen die Ausübbarkeit von Optionsrechten an die Erfüllung bestimmter qualitativer Zielvorgaben – so genannte Ausübungshürden – geknüpft werden. So besteht etwa die Möglichkeit, ergänzend zur Festlegung eines gegebenen Basispreises (oder einer Formel hierfür) die Überschreitung einer bestimmten Mindestperformance (z. B. 25 %) zur Bedingung für eine Optionsausübung zu machen. Auch qualitative Mindestanforderungen hinsichtlich bestimmter Erfolgskennziffern aus dem Rechnungswesen – etwa der

[348] Vgl. hierzu Bernhardt, W. (2001), Stock Options – Modalitäten der Besteuerung, Bewertung und Offenlegung im internationalen Kontext, FB 01, 2001, S. 427

[349] siehe etwa KPMG (Hrsg.): Stock Options für Führungskräfte, 2000, S. 15

[350] Die hierfür zu verwendende Methodik wird exemplarisch dargestellt in: Siddiqui, S. (1999), Ein numerischer Ansatz zur Bewertung indexgebundener Aktienoptionen; FinanzBetrieb 6/1999, S. 85–88

Eigenkapitalrentabilität oder des Economic Value Added (EVA®)[351] – sind denkbar, obgleich zu berücksichtigen ist, dass derartige Kennziffern aufgrund der Abhängigkeit von der Wahrnehmung bilanzieller Bewertungswahlrechte in ihrer Aussagekraft eingeschränkt sein können.

Kritisch ist zu derartigen Formen der Modellgestaltung anzumerken, dass durch ihre Anwendung die mathematische Funktion, welche den Zusammenhang zwischen dem Ausübungsgewinn der Optionen und den sie bestimmenden Kennziffern wiedergibt, (mindestens) eine Unstetigkeitsstelle – also gewissermaßen eine „Sprungstelle“ – erhält. Dies impliziert, dass von extrem geringfügigen Unterschieden in den zugrunde liegenden Erfolgs- bzw. Performance-Kennziffern ein gewaltiger Einfluss auf das Einkommen der Begünstigten ausgehen kann, wenn sich die entsprechenden Kennziffern in der Nähe der relevanten Schwellenwerte befinden[352]. Ein plausibler Zusammenhang zwischen Management-Leistung und -vergütung dürfte unter derartigen Bedingungen nicht diagnostiziert werden können[353]. Zudem ist es allein durch die Festlegung qualitativer Ausübungshürden im Allgemeinen nicht möglich, das Auftreten zufallsbedingter Windfall-Profits wirksam auszuschließen. Ein derartiges Vorgehen ist daher aus der Sicht gängiger Corporate-Governance-Prinzipien sowie des Value-Development-Ansatzes nicht als vorteilhaft anzusehen.

9.3.3 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Leistungsorientierung

Kriterien/Bedeutung							
	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Festlegung des Basispreises							
Indexierung bzw. Benchmarking							

Tabelle 7: Zusammenfassende Bewertungsmatrix Leistungsorientierung
Quelle: Eigene Darstellung

[351] EVA® ist ein eingetragenes Warenzeichen der Beratungsgesellschaft Stern Stewart & Co., New York
[352] So auch Siddiqui, S. (2000), Aktenoptionsprogramme; Kapitel 5.1. in: Weidner, B. (Hrsg.), Nebenleistungen statt Gehaltserhöhung, Augsburg 2000
[353] siehe hierzu auch Baums, T. (1997), Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder; S. 3–48, in: Mertens, K. P. (Hrsg.), Festschrift für Carsten Peter Claussen, Köln 1997

9.4 Anreizkompatibilität

Aus den vorangegangenen Abschnitten folgt, dass bei der Entwicklung von Aktienoptionsprogrammen eine Vielzahl unterschiedlicher Ausgestaltungsparameter berücksichtigt werden muss, um das Programm in zielkonformer Weise realisieren und dabei die Interessen von Aktionären wie Begünstigten wirksam ausbalancieren zu können. Offensichtlich gibt es hierfür kein allgemeingültiges Patentrezept; vielmehr muss jedes Aktienoptionsprogramm den strategischen Zielsetzungen und den spezifischen Möglichkeiten und Restriktionen des betreffenden Unternehmens entsprechend konzipiert werden. Für eine anreizkompatible Programmgestaltung sind zusätzlich zu den bislang behandelten Kriterien eine Reihe weiterer Aspekte von Bedeutung, auf die im Folgenden detaillierter eingegangen werden soll. Dabei stellen sich folgende Fragen:

- Für welche Zielgruppe(n) sind Aktienoptionsprogramme ein geeignetes Vergütungsinstrument?
- Wie beeinflussen Aktienoptionen das Risikoverhalten des Managements?
- Welche Laufzeiten und welche Formen zeitlicher Staffelung sind für Aktienoptionsprogramme sinnvoll?
- Soll ein Eigeninvestment in Aktien des emittierenden Unternehmens eine Voraussetzung für die Teilnahme am Optionsprogramm sein?
- Welche Bedeutung kommt der Dividendenpolitik des Unternehmens zu?

9.4.1 Zielgruppen

Seit mehreren Jahren wird die Frage kontrovers diskutiert, ob lediglich Führungskräfte und hochqualifizierte Fachkräfte zum Teilnehmerkreis von Aktienoptionsprogrammen zählen sollten, oder ob diese Vergütungsform auch für Beschäftigte ohne Führungsaufgaben oder besonders knappe Schlüsselqualifikationen geeignet ist. Befürworter einer Beschränkung des Teilnehmerkreises auf Personen mit Führungsaufgaben und/oder besonders hohem Qualifikationsniveau nennen i. d. R. zwei wesentliche Argumente:

- 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 i. d. R. zu gering, als dass eine an den Aktienkurs anknüpfende Vergütungskomponente die erwünschten Verhaltenswirkungen entfalten könne[354].

- Zum anderen wird das Argument eingebracht, 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 Werts 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[355]:

- 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 Angehörige hoher und höchster Hierarchie-Ebenen, 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 man Beschäftigten ohne Führungsaufgaben bei der Gestaltung von Arbeitsabläufen einräumt, erheblich vergrößert werden. Oft werden auch Wege gesucht, die Bereitschaft der Beschäftigten zur Zusammenarbeit über Gruppen- und Abteilungsgrenzen sowie Hierarchie-

[354] Dieses Argument findet sich u. a. bei Pellens, B., Crasselt, N. und Rockholtz, C. (1998): Wertorientierte Entlohnungssysteme für Führungskräfte – Anforderungen und empirische Evidenz. S. 1–30, in: Pellens, B., Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme, Stuttgart 1998

Ebenen hinweg zu verstärken. Durch eine Anknüpfung eines der variablen Vergütungsbestandteile an die Wertentwicklung des Unternehmens, wie sie nicht nur, aber auch mithilfe von Stock Options erreicht werden kann, kann die Unternehmensleitung diesem Anliegen zusätzliche Glaubwürdigkeit verleihen und ihre Akzeptanz bei den Beschäftigten verbessern.

- Inwieweit es gelingt, die Aktienoptionen als Vergütungskomponente auch anderen Beschäftigten als hochqualifizierten Fach- und Führungskräften nahezubringen, hängt nicht zuletzt davon ab, wie sachkundig und mit welchen Mitteln versucht wird, den (potenziellen) Begünstigten die Funktionsweise von Aktienoptionsprogrammen 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 können u. a. die Unternehmen AT&T, Bank of America, Kimberly Clark, Monsanto und Procter&Gamble dienen.[356]

Bei dem Bemühen, Aktienoptionen adäquat in die Vergütungssystematik eines Unternehmens zu integrieren, liegt es deshalb nahe, den Anteil von Aktienoptionen an der individuellen Gesamtvergütung nach Funktionswertigkeiten zu staffeln. Dies bedeutet, dass der Anteil von Aktienoptionen an der Gesamtvergütung umso größer ausfällt, je größer der Einfluss des jeweiligen Positionsinhabers auf die Wertentwicklung des Unternehmens ist. Für die Praxis bedeutet dies, dass sich das Verhältnis zwischen dem Wert der erhaltenen Aktienoptionen und dem fixen Grundgehalt bei Tarifmitarbeitern in einer Größenordnung von bis zu 5 % belaufen sollte. Bei Führungskräften des unteren und mittleren Managements sowie bei besonders qualifizierten Fachkräften kann sich diese Größenrelation etwa zwischen 10 und 20 % bewegen. Dagegen sind bei Vorstandsmitgliedern Größenordnungen von 40 % für diesen Wert oder mehr weder als unüblich noch als unangemessen anzusehen.[357.]

---

[355] Die Darstellung folgt hier Siddiqui, S. (1999), Aktienoptionsmodelle als Instrument der unternehmenswertorientierten Vergütungsgestaltung: Aktuelle Durchführungsformen und neuere Entwicklungen. Zeitschrift für Personalforschung, Nr. 2/1999, S. 162–187

[356] Irwin, J. (1998), The Rise of Broad-Based Global Stock Option Plans, p. 25–46, in: Rodrick, S. S. (Hrsg.), Equity-Based Compensation for Multinational Companies. Oakland, CA, 1998

[357] Vgl. hierzu die Broschüre "Long-Term Incentive-Pläne" der Beratungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers, 2005

9.4.2 Die Bedeutung für das Risikoverhalten des Managements

Zu den wesentlichen Aufgaben des Managements gehört es, aktuelle und mögliche zukünftige Aktivitäten hinsichtlich ihres Rendite-Risiko-Profils zu evaluieren und auf dieser Grundlage über ihre Aufnahme, Fortsetzung oder Beendigung zu entscheiden. Vor diesem Hintergrund wird gelegentlich die Sorge geäußert, dass Manager durch konventionelle, nicht aktiengestützte Instrumente der variablen Vergütung dazu veranlasst werden könnten, die Inkaufnahme größerer Geschäftsrisiken zu vermeiden, um auf diesem Wege das Risiko von Einkommenseinbußen gering zu halten. Damit geht – so wird argumentiert – die Gefahr einher, dass Aktivitäten mit hohem langfristigen Wertschöpfungspotenzial, aber durchaus nennenswertem Risikogehalt allein aufgrund zu großer Risikoscheu seitens der Manager vernachlässigt werden[358]. Mit der Einführung von Aktienoptionsprogrammen kann dieser Nachteil zumindest dann zum Teil kompensiert werden, wenn deren Ausgestaltung die in den vorangestellten Abschnitten genannten Qualitätskriterien erfüllt. Aufgrund der asymmetrischen Auszahlungsstruktur von Aktienoptionen bleibt das mit ihnen für die Begünstigten verbundene finanzielle Risiko auf die Möglichkeit des wertlosen Verfalls der Optionsrechte beschränkt. Dadurch wird auch für risikoaverse Manager ein Anreiz geschaffen, sich in Projekten mit erheblichem Risiko, aber auch entsprechend hohem Wertschöpfungspotenzial zu engagieren, da die Einkommenschancen im Erfolgsfall die Einkommensrisiken überwiegen[359]. Die Ergebnisse einer entsprechenden empirischen Studie von Lewellen, Loderer und Martin[360] sprechen für die Existenz eines derartigen Zusammenhangs. Bei den von ihnen untersuchten Unternehmen fanden die Autoren eine signifikant positive Korrelation zwischen dem Anteil aktienkursabhängiger Vergütungsbestandteile am Gesamtentgelt einerseits und dem Anteil langfristig ausgerichteter Investitionen am Investitionsvolumen insgesamt andererseits.

Ein verantwortungsvoller Umgang mit diesem Instrumentarium und seiner Anreizwirkung setzt jedoch eine sorgfältige Einschätzung des vorliegenden Geschäftsrisikos und der mit seiner Inkaufnahme verbundenen Renditeerwartungen voraus, weil davon ausgegangen werden kann, dass vom Markt nur diejenigen

[358] So etwa Pirschegger, B. (2001), Aktienkursabhängige Entlohnungssysteme und ihre Anreizwirkungen, Wiesbaden 2001, S. 90

[359] Vgl. hierzu Winter, S. (2000), Optionspläne als Instrumente wertorientierter Management-Vergütung, Frankfurt 2000, S. 48-49

[360] Lewellen, W., Loderer, C., und Martin, K. (1987), Executive Compensation and Executive Incentive Problems – an Empirical Analysis. Journal of Accounting and Economics, vol. 1987, p. 287–310

Risiken belohnt werden, die für die Erreichung der jeweiligen Zielrendite auch erforderlich sind. Eine lediglich and den gesetzlichen Vorgaben ausgerichtete Ausgestaltung von Aktienoptionsprogrammen bietet noch keine ausreichende Gewähr dafür, dass deren Anreizstruktur den Interessen der Anteilseigner entgegenkommt und nicht allein die Einkommensmehrung der Begünstigten fördert.

Hinzu kommt, dass die betriebswirtschaftliche Bewertung der höheren Risikobereitschaft des Managements, die durch Aktienoptionsprogramme wahrscheinlich gefördert wird, keineswegs eindeutig positiv ausfallen muss. Insbesondere in Situationen, wo der aktuelle Aktienkurs weit unterhalb des Basispreises liegt, kann für die Begünstigten ein Anreiz dazu entstehen, unverhältnismäßig hohe Risiken einzugehen, um im Erfolgsfall doch noch Ausübungsgewinne realisieren zu können. Dies gilt insbesondere angesichts der Tatsache, dass die Optionsinhaber im Falle des Misserfolgs lediglich den wertlosen Verfall ihrer Aktienbezugsrechte hinnehmen müssen[361], während den Aktionären oft weitaus empfindlichere Vermögenseinbußen und vielen Beschäftigten der Verlust ihres Arbeitsplatzes droht. Dieses Problem wird tendenziell umso gravierender, je weniger durch andere (nicht nur nominell) variable Entgeltkomponenten erreicht wird, dass etwaige Fehlentscheidungen des Managements sich auch in Einkommenseinbußen für die Verantwortlichen niederschlagen.

Umgekehrt kann auch argumentiert werden, dass in Situationen, wo ausgegebene Aktienoptionen bereits weit im Geld sind (also der aktuelle Aktienkurs den Basispreis um einen hohen Betrag übersteigt), der positive Einfluss des Optionsprogramms auf die Risikoneigung des Managements schwindet, und es den Begünstigten nur noch darum geht, den erzielten Wertzuwachs bis zum nächstmöglichen Ausübungsdatum über die Zeit zu retten[362].

Aus diesen Überlegungen folgt, dass es unabdingbar ist, die Aufteilung der Gesamtvergütung der jeweils Begünstigten auf Festgehalt, variable Bezüge und Aktienoptionen unter Berücksichtigung unternehmensspezifischer Eckdaten individuell auszutarieren, um auf diesem Wege eine größtmögliche Harmonisierung

[361] Vgl. Trost, W. (2002): Kritik an Aktienoptionen zum Nulltarif: Manager vieler DAX-Firmen erhalten kostenlose Bezugsrechte – Union Investment bemängelt Transparenz. In: Financial Times Deutschland, Nr. 165 vom 27.08.2002, S. 19.

[362] Vgl. hierzu Bassen, A. (2002): Die Einführung von Stock Options aus Aktionärssicht. S. 385 in Achleitner, A.K., Wollmert, P. (Hrsg.): Stock Options – Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart 2002, S. 373-407

der Interessen von Anteilseignern und Begünstigten zu erreichen[363]. Auch wenn das Ergebnis dieses Prozesses so gut wie immer den Charakter einer Kompromisslösung haben wird, dürfte es sich als hilfreich erweisen, dass Ziele klar kommuniziert und Managemententscheidungen im Hinblick auf die Interessen von Aktionären und Stakeholdern aufmerksam analysiert werden können.

9.4.3 Die Bedeutung der Dividendenpolitik

Zu den am häufigsten genannten Zielsetzungen von Aktienoptionsprogrammen gehört, wie in Kapitel 6 über Shareholder Value ausgeführt, die Entschärfung des Zielkonflikts zwischen Management und Anteilseignern. Anders als in Fällen, wo sich die Management-Vergütung ausschließlich an internen Erfolgskennziffern orientiert, können die Begünstigten in diesem Fall nur dann Einkommenssteigerungen erzielen, wenn gleichzeitig auch die Aktionäre eine Steigerung des Marktpreises der von ihnen gehaltenen Anteile erfahren. Vor diesem Hintergrund ist allerdings auch die Befürchtung geäußert worden, Aktienoptionsprogramme könnten die Unternehmensleitung dazu veranlassen, eine zu konservative Ausschüttungspolitik zu praktizieren, und durch die Thesaurierung prinzipiell verteilungsfähiger Gewinne eine weitere Steigerung des jeweiligen Aktienkurses begünstigen[364]. Diese Überlegung wird u. a. durch eine empirische Untersuchung von McCann[365] untermauert, in der *ceteris paribus* ein statistisch signifikanter, negativer Zusammenhang zwischen der Dividendenrendite einer Aktie und der Werthaltigkeit eines dazu gehörigen Optionsprogramms festgestellt wird. Der Autor kommt u. a. zu dem Schluss, dass der Wert einer im Geld (Aktienkurs > Basispreis) befindlichen Aktienoption mit zehnjähriger Laufzeit bei Zugrundelegung einer Aktienkursvolatilität von 0,35 von 30,17 % auf 62,36 % des aktuellen Aktienkurses gesteigert werden kann, wenn anstelle einer Dividendenrendite von 6 % keinerlei Dividendenzahlungen erfolgen. Weitere empirische Studien legen den Schluss nahe, dass dieser Effekt vom Management durchaus erkannt wird und sich entsprechend auf die Dividendenpolitik des Unternehmens auswirkt[366]. Entsprechend fällt auch das Ergebnis der Studie von

[363] So Sauter, T., Babel, M. (2003), Zielsetzungen von Stock Option-Plänen, S. 13, in: Kessler, M., Sauter, T. (Hrsg.), Handbuch Stock Options, München 2003, S. 1–25

[364] So Menichetti, M. J. (1996), Aktien-Optionsprogramme für das Topmanagement, in: Der Betrieb, 1996, S. 1688

[365] McCann, C. (1994), How and Why Companies Should Value Their Employee Stock Option Plans; Journal of Applied Corporate Finance, no. 7, 1994, p. 91–99

[366] Schwetzler, B. (1999), Shareholder Value-Konzept, Managementanreize und Stock Option Plans. Die Betriebswirtschaft, Nr. 59, 1999, S. 332–350

Lambert, Lanen und Larker[367] aus. Dort wird anhand einer Stichprobe von insgesamt 221 Aktiengesellschaften ein statistisch signifikant negativer Zusammenhang zwischen der Dividendenrendite und der Existenz von Stock-Option-Programmen nachgewiesen. Der empirische Befund ist hier allerdings nicht eindeutig; so wird etwa in der Arbeit von Yermack[368], die sich auf 792 börsennotierte Unternehmen im Zeitraum von 1984 bis 1991 bezieht, kein entsprechender, signifikanter Zusammenhang gefunden.

Unabhängig von der Interpretation dieser empirischen Untersuchungsergebnisse wäre es jedoch zumindest voreilig, von einer unterdurchschnittlich hohen Dividendenrendite auf eine unzureichende Berücksichtigung der Aktionärsinteressen zu schließen. So bestätigt zwar etwa auch die Arbeit von Smith und Watts[369] den negativen Zusammenhang zwischen der Höhe der Dividendenrendite und der Existenz von Aktienoptionsprogrammen; dies wird aber nicht als Symptom einer fehlgeleiteten Ausschüttungspolitik interpretiert. Diese Überlegung ist plausibel, denn zumindest in Fällen, wo einbehaltene Gewinne dazu dienen, Investitionen zu ermöglichen, deren zu erwartende Rentabilität über den kalkulatorischen Eigenkapitalkosten liegt (und damit einen höheren Vermögenszuwachs für die Aktionäre ermöglicht, als es bei einer Gewinnausschüttung zu erwarten gewesen wäre), liegt die Thesaurierung von Gewinnen durchaus im Interesse der Aktionäre. Die Einbehaltung von Gewinnen stärkt zudem die Eigenkapitalbasis des jeweiligen Unternehmens und verbessert damit seine Fähigkeit, auch gravierende wirtschaftliche Krisensituationen zu überstehen. Die so verbesserte Risikotragfähigkeit des Unternehmens kommt auf diesem Wege neben den Aktionären auch seinen Kreditgebern und den Beschäftigten zugute. Wenn dennoch verhindert werden soll, dass die Einführung von Aktienoptionsprogrammen die Dividendenrendite der Aktien des betreffenden Unternehmens verringert, empfiehlt es sich, nach jeder Dividendenzahlung den Basispreis der zuvor ausgegebenen Optionen einmalig um einen Betrag zu vermindern, welcher der Höhe der zuletzt ausgeschütteten Dividende pro Aktie entspricht. Auf diesem Wege können folglich auch mögliche Interessenkonflikte zwischen primär dividendenorientierten

[367] Lambert, R., Lanen, W. Larker, D. (1989), Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 24, 1989, p. 409–425

[368] Yermack, D. (1995), Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? Journal of Financial Economics 1995, p. 237–269

[369] Smith, C., Watts, R. (1992), The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies; Journal of Financial Economics 1992, S. 263-292

Aktionärskreisen und den Begünstigten von Aktienoptionsprogrammen wirksam verringert werden.

9.4.4 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur Anreizkompatibilität

Kriterien/Bedeutung	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Zielgruppe							
Risikoverhalten des Managements							
Dividendenpolitik							

9.5 Strategische Ausrichtung

9.5.1 Sicherstellung einer langfristigen Ausrichtung

Stock-Option-Pläne sollen nur dauerhafte Wertsteigerungen des Unternehmens honorieren. Deswegen empfiehlt es sich, den frühesten Ausübungszeitpunkt für die ausgegebenen Optionen zwei oder mehr Jahre nach der Optionsausgabe anzusetzen (im amerikanischen Sprachgebrauch wird die Zeitspanne bis zur frühestmöglichen Optionsausübung als „vesting period“ bezeichnet). Eine entsprechende Vorschrift findet sich seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich – KonTraG – von 1998 auch in § 193 des deutschen Aktiengesetzes. Eine notwendige Bedingung für die Erreichung dieses Ziels ist ferner, dass eine Beleihung und Verpfändung der Optionsrechte ausgeschlossen und eine Übertragung allenfalls innerhalb derjenigen Zeiträume zugelassen wird, in denen auch eine Ausübung möglich ist.

Weiter verstärkt werden kann der Anreiz zur dauerhaften Unternehmenswertsteigerung, indem Mindesthaltedauern für diejenigen Aktien festgelegt werden, welche durch eine Optionsausübung erworben wurden[370]. Werden mehrere Aktienoptionsprogramme in aufeinander folgenden Jahren aufgelegt, so kann auf diesem Wege ebenfalls erreicht werden, dass der von der erstmaligen

[370] Diese Empfehlung findet sich beispielsweise in Menichetti, M. J. (1996), Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management, in: Der Betrieb 34/1996, S. 1688–1692

Optionsausgabe ausgehende Leistungsanreiz nach der Optionsausübung schwindet oder doch stark abgeschwächt wird[371]. Eine weitere interessante Gestaltungsvariante enthielt beispielsweise das Aktienoptionsprogramm der Schering AG für 1998: Dort wurde eine vorangegangene, aus Eigenmitteln finanzierte Anlage in Aktien des Emittenten zur Bedingung für die Optionsgewährung gemacht und eine Sperrfrist für die Veräußerung dieser Aktien vereinbart[372].

9.5.2 Zusammenfassende Bewertungsmatrix zur strategischen Ausrichtung

Kriterien/Bedeutung							
	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
Langfristige Ausrichtung							

Tabelle 9: Zusammenfassende Bewertungsmatrix strategische Ausrichtung
Quelle: Eigene Darstellung

[371] Darauf verweist u. a. Winter, S. (1997), Verhaltensanreize durch Aktienoptionspläne. Forschungsbericht Nr. 97-5, Institut für Management, Humboldt-Universität zu Berlin, 1997

[372] Quelle: Bertram, Ch., Ünal, K. (1998), Der Aktienoptionsplan 1998 von Schering, in: Personalführung 5/1998, S. 60–64

9.6 Fazit zu der Bewertung von Aktienoptionsprogrammen

Aufbauend auf die durchgeführte Analyse zur Bewertung von Aktienoptionsprogrammen als ein mögliches Beteiligungsmodell für das Management lässt sich im Rahmen des zugrunde gelegten fünfstufigen Bewertungsrasters

- Transparenz
- Wirtschaftlichkeit
- Leistungsorientierung
- Anreizkompatibilität
- strategische Ausrichtung

abschließend folgendes Ergebnis festhalten.

Der Einsatz von Aktienoptionen mit einer ausschließlichen Orientierung an dem Verlauf des Aktienkurses als Indikator für die Bewertung der Manager-Leistung ist als kritisch einzustufen. Insbesondere weil die Entwicklung des Aktienkurses aufgrund der unterschiedlichen externen Einwirkungsmöglichkeiten nicht nur mit der individuellen Leistung des jeweiligen Managements in Verbindung gebracht werden kann.

Neben anderen Aspekten lassen u. a. die Gestaltungsmöglichkeiten bei der Bilanzierung, das mögliche Ausnutzen von Insiderwissen und die Free-Rider-Problematik erkennen, dass dem Management ein ausreichendes Instrumentarium zur Verfügung steht – unabhängig vom Wirkungsgrad ihrer individuellen Leistung –, an den finanziellen Vorteilen der Ausgabe von Aktienoptionen zu partizipieren.[373] Gleiches gilt ebenfalls für die fehlende Beeinflussbarkeit von Kapitalmarkttrends und externen Markteinflüssen, die sich positiv wie aber auch negativ auf den Kurs einer Aktie auswirken können.

Dass die Gewährung von Aktienoptionen auch von ehemaligen Befürwortern dieses Beteiligungsinstruments wie z. B. institutionellen Investorengruppen zunehmend zurückhaltend betrachtet wird, hängt im Wesentlichen mit der zukünftigen kostenmäßigen Bilanzierung dieses Programms zusammen. Das International

[373] Vgl. Adams, M. (2002-b-), Ausplünderung, Aktienoptionsprogramme laden zum Missbrauch ein, und das nicht nur in den USA. Auch bei uns ist die Versuchung größer als die moralische Kraft der meisten Vorstände, in: Manager Magazin, Nr. 12, 01.12.2002, S. 140

Accounting Standards Board (IASB) hat mit seinem Beschluss dazu beigetragen, dass Unternehmen, die nach IFRS bilanzieren, zukünftig ihre ausgegebenen Aktienoptionen als Aufwand zu verbuchen haben. In erster Linie sind davon die Konzernabschlüsse der kapitalmarktorientierten Unternehmen ab 2005 betroffen. Neben dem negativen Effekt, dass dieser Aufwandsposten zukünftig in der Bilanz zu hinterlegen ist, ist der nach IFRS 2 gebildete Aufwand derzeit in Deutschland steuerlich nicht abzugsfähig. Schätzungen gehen davon aus, dass damit die Gewinne der Unternehmen signifikant nach unten korrigiert werden müssen (vgl. Kapitel 9.2.4). Es ist ein Trend erkennbar, dass neue Programme aus diesem Grund sehr zurückhaltend aufgelegt werden. Zu einer vergleichbaren Aussage kommt auch die Studie von PricewaterhouseCoopers (2005) über Trends bei Mid- und Long-Term Incentive-Plänen.

Die zuvor vielmals postulierte Argumentation, dass Aktienoptionen die Interessen des Shareholder Value treffend abbilden und eine Beteiligung am langfristigen Unternehmenserfolg ermöglichen, weicht nun dem Argument zur Vermeidung einer signifikanten Kostenbelastung. Letztlich wird zum Ausdruck gebracht, dass die Kosten für diese Programme höher ausfallen als die Mehrwertschaffung seitens der Management-Leistung. Die prognostizierten Kurssteigerungen reichen demnach nicht aus, die Kosten dieser Programme zu kompensieren. Hier schließt sich die berechtigte Frage an, ob dieses originär nur mit der neuen Bilanzierungsregel einhergeht bzw. die Kosten bereits zuvor indirekt einen hohen Aufwandsposten für die Unternehmen darstellten, nur dass dieser in keiner G+V-Rechnung aufgetaucht, sondern schließlich von den Anteileignern bezahlt worden ist.

Letztlich beurteilen Anleger und institutionelle Investorengruppen den Wert einer börsennotierten Gesellschaft an der Höhe und dem Verlauf des Aktienkurses, und ihre Investitionsentscheidungen werden davon nachhaltig beeinflusst. Aus diesem Grund erscheint es trotz der oben beschriebenen Nachteile sinnvoll, einen Teil der Management-Vergütung weiterhin in Abhängigkeit von der Entwicklung des Aktienkurses auszurichten. Nicht zuletzt auch durch den Umstand, dass das Top-Management i. d. R. mit diesen Gruppen kommuniziert und damit bei erfolgreicher Kommunikation das Investitionsverhalten im Sinne der Unternehmung beeinflusst wird. Damit erfolgt neben der Honorierung des eigentlichen wirtschaftlichen Erfolgs

auch eine Vergütung für die Management-Aufgabe, die einen signifikanten Einfluss auf die langfristige Wertentwicklung des Unternehmens ausüben kann.

Bei der Ausgestaltung von Aktienoptionsprogrammen ist in diesem Zusammenhang explizit die Risikoaversion des Managements einzubeziehen. Unabhängig davon, ob ein Gestaltungselement des Programms eine Eigenbeteiligung des Managements vorsieht, ist diesem Umstand Rechnung zu tragen. Vielfach wird bei der Analyse der existierenden Programme kritisiert, dass die Aktienoptionen den Teilnehmern i. d. R. unentgeltlich angeboten werden. Das Management kann mit einer verstärkten Beteiligung an den Chancen eine zusätzliche Vergütung aus diesen Paketen erwarten, ohne dass sich daraus eine individuelle Risikobeteiligung ableiten lässt. Lediglich der Verfall der Aktieoptionen ist als möglicher Verlust zu nennen. In diesem Zusammenhang ist die Situation denkbar, dass ein Manager zu risikoreicheren Entscheidungen neigt, wenn die Aktienoptionen aufgrund des aktuellen Kursverlaufs nicht "im Geld" liegt, also unterhalb des Bezugskurses. Durch gezielte ggf. risikoreiche Maßnahmen könnte seitens des Managements der Versuch unternommen werden, den Aktienkurs aggressiv nach oben zu beeinflussen. Dieses Verhalten ist durchaus denkbar, da das Unternehmen wegen der fehlenden Risikobeteiligung keinen materiellen Schaden zu erwarten hat. "Daher ist die Versuchung groß, auf kurstreibende Maßnahmen zu setzen (Warren Buffet, Alan Greenspan)"[374]. Auf der anderen Seite kann das Management zu konservativen Entscheidungen verleitet werden, um die Optionen, die sich "im Geld" befinden, auch tatsächlich zu erhalten. Mögliche Geschäftschancen für das Unternehmen können damit durch das Ziel der persönlichen Gewinnmaximierung des Managements verhindert werden.

Eine austarierte Anzahl von Optionen als Vergütungsbestandteil des gesamten Management-Salärs in Verbindung mit einer zeitlichen Abstufung bzgl. der Zuteilung von Optionen kann aber dazu beitragen, dass die Interessen des Managements und die der Anteilseigner einander angeglichen werden.

Damit die Personalaufwendungen, die sich durch die Gewährung von Aktienoptionen für das Unternehmen bilanziell auswirken, planbar bleiben, erscheint es aus diesem Grund sinnvoll, einen so genannten Cap zu vereinbaren. Hierbei wird die Zahlung

[374] Vgl. Zeise, L. (2002), Exzesse des Kapitalismus, Es hilft nicht, Stock Options als Kosten zu verbuchen. Sie müssen abgeschafft werden, in: Financial Times Deutschland, Nr. 146, 31.07.2002, S. 26

aus einem Optionspaket auf einen zuvor festgelegten maximalen Kurswert begrenzt. Eine Nichtberücksichtigung dieses Gestaltungselements kann bei einem entsprechend starken, positiven Kursverlauf, der auch durch externe Markteinflüsse getragen werden kann, die Ertragslage durch die Verpflichtung der Optionsgewährung nachhaltig schädigen. Zwischenzeitlich sieht aber bereits der Deutsche Corporate Governance Kodex diese Begrenzung als Empfehlung vor und dient somit den Unternehmen als Ausgestaltungsgrundlage für ihre unternehmensspezifischen Pläne.

Wie in Kapitel 9.1.1.4 ausführlich beschrieben, gibt es externe Markteinflüsse, die außerhalb der Beeinflussungsmöglichkeit des Managements liegen. Diese Einflüsse können sich positiv, im Rahmen von Windfall-Profits, wie auch negativ auf den Aktienkurs auswirken. Um diese gesamtwirtschaftlichen Einflussfaktoren zu bereinigen, empfiehlt es sich, den Kursverlauf im Rahmen eines Benchmarkings mit einem relevanten Branchenindex bzw. anderen geeigneten Indizes zu vergleichen. Damit könnten wirtschaftliche Einflussfaktoren weitestgehend geglättet werden, und es fände ein relativer Vergleich der unternehmensspezifischen Leistung mit einem adäquaten Vergleichsmaßstab statt. Trotz eines wirtschaftlich negativen Verlaufs wird das Management unter diesen schwierigen wirtschaftlichen Rahmenkonstellationen für seine Leistung belohnt, wenn diese relativ besser zu bewerten ist als von vergleichbaren Unternehmen im ähnlichen Marktsegment.

Basierend auf der durchgeführten Bewertung im vorangestellten Kapitel empfiehlt es sich, schon aufgrund der gesetzlichen Verpflichtung die Einzelheiten des Aktienoptionsprogramms in der Hauptversammlung transparent darzulegen und die wesentlichen Punkte eindeutig zu kommunizieren. Dazu zählt insbesondere auch der ökonomische Wert des eingeräumten Optionspakets. Dieses gilt im besonderen Maße für virtuelle Programme, die im Gegensatz zu Kapitalbeteiligungen nicht den Entscheidungsweg durch die Organisationsstruktur einer Aktiengesellschaft zu durchlaufen haben. Das Management kann hier hinsichtlich der geforderten Publizitätspflicht gem. des Deutschen Corporate Governance Kodex ein Signal zu einer transparenten und seriösen Kommunikation setzen.

Um mögliche Bedenken einer Ausnutzung von Insiderwissen vorzubeugen, empfiehlt es sich, den Ausgabepreis und das Ausgabedatum der Aktienoptionen auf Basis

einer transparenten Nachvollziehbarkeit zu determinieren. Das Ausgabedatum kann einige Tage nach der obligatorischen Berichterstattung in der jährlich stattfindenden Hauptversammlung gelegt werden bzw. nach anderen offiziellen Berichtsforen. Besondere Sensitivität ist bei der Festlegung des Ausgabepreises an die Begünstigten walten zu lassen, um auch hier mögliche Manipulationsversuche zu vermeiden. Folgende Gestaltungsanforderungen sind zu erfüllen, um die Unterbindung von Kursmanipulationen zu gewährleisten:

- Determinierung des Basispreises auf der Grundlage mehrtägiger Durchschnittswerte von vergangenen Kursnotierungen
- Berücksichtigung des Maximums einer Reihe von zurückliegenden Kursnotierungen zur Festlegung des Basispreises

Des Weiteren sollten für eine nachhaltige Wertsteigerung die folgenden Gestaltungselemente berücksichtigt werden:

- Einführung einer Sperrfrist für die Ausübung der Optionen (bei bedingter Kapitalerhöhung mindestens zwei Jahre gem. § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG)
- Beschränkung der Übertragbarkeit der Optionen (Verbot der Abtretung, Verpfändung und Veräußerung der Aktienoptionen innerhalb der Sperrfrist und außerhalb der zulässigen Ausübungszeiträume)
- Determinierung von Mindesthaltefristen für die durch die Optionsausübung erworbenen Aktien
- Auflegung mehrerer Aktienoptionspläne in aufeinander folgenden Jahren (Ausgabe der Optionen in Tranchen)

Um der bereits adressierten Insider-Problematik gem. § 13 WpHG wirksam zu begegnen, empfiehlt es sich, die Zeiträume für die Ausübung oder Weiterveräußerung der Optionen z. B. auf zwei bis vier Wochen nach der ordentlichen Hauptversammlung bzw. der turnusmäßigen Bekanntgabe fundamentaler Unternehmensdaten zu legen.

Ein weiteres bereits erwähntes Gestaltungselement ist die Berücksichtigung von so genannten internen wertorientierten bzw. Renditekennziffern im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen. Damit wird eine ausschließliche Ausrichtung an den Aktienkurs als Performance-Maßstab für das Management vermieden und eine

Vernetzung mit beeinflussbaren internen Kennziffern erzielt. "Programme mit einer Kombination aus einer internen (z. B. EVA®, Ebit oder Kapitalrendite) und externen (Aktienkurs) Bemessungsgrundlage stellen eine sinnvolle Vernetzung dar, um effektive Anreizwirkungen für das Unternehmen herzustellen.[375]

Neben diesen Ausgestaltungselementen von Aktienoptionsplänen ist es ferner aus sozialpolitischer Sicht von ebenso großer Bedeutung, neben den Interessen der Shareholder ebenfalls die Interessenlagen der Stakeholder nachhaltig einzubeziehen. Shareholder Value mit seiner starken und einseitigen monetären Ausprägung ist dann als geeignetes Instrument einzustufen, wenn es gleichermaßen die oben beschriebenen Interessenlagen miteinander verbindet, wie es der Ansatz des "Value Development"[376] fordert. Bei der Diskussion um geeignete Maßnahmen für eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts ist besonders darauf hinzuweisen, dass letztlich motivierte und engagierte Mitarbeiter die entscheidende Erfolgsgrundlage bilden, dieses Ziel zu erreichen. Dazu gehört auch die Anerkennung der Sicherung von Arbeitsplätzen.

Gleiche Forderungen lassen sich auch aus sozialtheoretischer Sichtweise ableiten.[377] Gesellschaftspolitisch sollte darüber hinaus die Sicherung von Arbeitsplätzen über der persönlichen Gewinnmaximierung einiger weniger Manager-Gruppen stehen. In diesem Zusammenhang bleibt kritisch zu hinterfragen, mit welcher ökonomischen Begründung z. B. der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank das 380-fache des Durchschnittseinkommens für die Tätigkeit seiner Funktion erhält.[378] Die Ankündigung, trotz hoher Gewinnzuwächse zusätzlich noch 7.000 Arbeitsplätze abzubauen, ist aus sozialtheoretischer Sichtweise mehr als kritisch zu hinterfragen. Es wäre aus diesem Grund zu begrüßen, wenn Unternehmen bei der Ausgestaltung ihrer Beteiligungsprogramme so genannte ethische Gestaltungselemente anknüpfen wie z. B. die Sicherung und den Ausbau von Arbeitsplätzen sowie eine stärkere Berücksichtigung ihrer gesellschaftlichen

[375] Vgl. Kohnert, N. (2006), Neue Anreize für Topmanager, in: Financial Times Deutschland, 08.02.2006, S. 19; Union Investment Studie (2005): Aktienoptionsprogramme der DAX-30-Unternehmen 2005, Frankfurt am Main, August 2005

[376] Vgl. Fröhlich, W. (1998), Value Development durch Personalmanagement, S. 20, in: Fröhlich, W. (Hrsg.), Value Development, Erfolgskonzepte und acht Praxisbeispiele, Frechen-Königsdorf, 1998, S. 15–30

[377] Vgl. Collins, J. (2005), Der Weg zu den Besten, Die sieben Management-Prinzipien für dauerhaften Unternehmenserfolg, München; vgl. Coolmann, J. S (1991), Grundlagen der Sozialtheorien, Bd. 1, Handlung und Handlungssysteme, München

[378] Vgl. Hickel, R. (2004), Sind die Manager ihr Geld wert?, S. 1203, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, Analysen und Alternativen, Ausgabe 10/2004, S. 1197–1204

Verantwortung als Arbeitgeber. Eine detaillierte Beschäftigung mit diesem wichtigen Aspekt ist nicht Gegenstand der vorliegenden Dissertation, sollte aber ungeachtet dessen dazu einladen, sich mit diesem interessanten Gestaltungsaspekt zu beschäftigen.

Teil C: Empirische Untersuchungen

10 Empirische Untersuchung I: Management-Vergütung und Bewertung der Aktienoptionspläne der DAX-30-Unternehmen

10.1 Vorgehensweise der empirischen Erhebung

Auf Basis der Ausführungen über den derzeiten Stand der Corporate-Governance-Entwicklung in Deutschland und deren Einfluss auf die Ausgestaltung der Organvergütung sowie die strukturierte Bewertung von Aktienoptionen als ein Instrument der Management-Vergütung bilden die folgenden Analysen den inhaltichen Scherpunkt dieses Kapitels:

- Aktueller Stand über die Bereitschaft der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsgehälter der Dax-30-Unternehmen Basis des DCGK für das Jahr 2005
- Entwicklung des Vergütungsniveaus der Vorstandsvorsitzenden der DAX-30-Unternehmen für den Zeitraum 2004 auf 2005 im Verhältnis zur Entwicklung des Aktienkurses
- Bewertung der in 2005 implementierten Optionsprogramme bei den DAX-30-Unternehmen auf Basis einer strukturierten Bewertungssystematk

Zielsetzung dieser Analyse ist es zu überprüfen, inwieweit sich die im theoretischen Teil dieser Arbeit detailliert erfolgte Bewertung von Aktienoptionsprogrammen auf Basis eines zuvor festgelegten Bewertungsrasters in den Ausgestaltungsvarianten der aufgelegten Pläne widerspiegelt. Damit soll insbesondere näher untersucht werden, in welchem Umfang die Unternehmen die Empfehlungen des DCGK bei der Ausgestaltung ihrer Pläne berücksichtigt haben und welche in der einschlägigen Literatur und Fachpresse kritisch bewerteten Gestaltungsvarianten der Management-Vergütung angepasst worden bzw. noch zu optimieren sind.

Da die Unternehmen zwischenzeitlich verpflichtet sind, zusätzliche Eckdaten ihrer aufgelegten Optionspläne zu publizieren, bilden in erster Linie der Geschäftsbericht 2005 und weitere Veröffentlichungen auf den Internetseiten der Unternehmen die wesentliche Grundlage für die folgenden Analysen. Darüber hinaus wird für Informationen, die nicht in den Geschäftsberichten aufgeführt sind, auf Quellen von

Veröffentlichungen in der Tages-, Wirtschafts- und Fachpresse sowie Angaben aus der Union Investment Studie über Aktienoptionsprogramme der DAX-30-Unternehmen aus dem Jahr 2005 verwiesen. Die Erhebung der empirischen Untersuchung wurde in dem Zeitraum 01. Mai bis 31. August 2006 durchgeführt. Pläne bzw. Plan-Anpassungen, die nach diesem Zeitraum erfolgt sind, finden in der folgenden Analyse keine Berücksichtigung.

In der Aufbereitung der Ergebnisdarstellung wurde versucht, die wesentlichen Ausgestaltungsvarianten grafisch aggregiert aufzubereiten und in der Interpretation der Ergebnisse die kritische Würdigung der bestehenden Pläne einzubinden. Da es sich bei den zugrunde gelegten Informationen um von den Unternehmen veröffentlichte Daten und Fakten handelt, wurde auf eine Anonymisierung der Ergebnisse verzichtet. Eine individualisierte, tabellarische Zusammenfassung der Ergebnisse für alle in die Untersuchung einbezogenen Unternehmen lässt sich den Kapiteln 10.7 und 10.8 entnehmen.

10.2 Aktueller Stand der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsgehälter auf Basis des DCGK

Die Organe der börsennotierten Gesellschaften haben sich ohne Basis einer nachvollziehbaren Argumentationskette in der Vergangenheit vehement dagegen gewehrt, die Vergütungshöhen und -strukturen der Vorstandsmitglieder individualisiert in ihren Geschäftsberichten auszuweisen. Angaben über langfristige Anreizsysteme und deren Wert wie z. B. Aktienoptionen, aber auch zugesagte Pensionszahlungen wurden nahezu gänzlich ausgeklammert. Die Vermutung liegt nahe, dass mit diesem Verhalten eine kritische Würdigung und Diskussion dieser Entwicklungen in der Öffentlichkeit vermieden werden sollte. Zu diesem Ergebnis kommt u. a. eine Studie des Manager Magazins aus dem Jahre 2002. Sie zeigt auf, dass trotz fallender Kurse in den Jahren 2001 auf 2002 einige DAX-30-Unternehmen die Bezüge ihrer Vorstände signifikant erhöht haben. Die deutlichste Anpassung wurde dem Vorstand von DaimlerChrylser mit einer Verdoppelung seiner Bezüge bei einem gleichzeitigen Rückgang des Aktienkurses um –39,30 % gewährt. Der Vollständkeit halber sei erwähnt, dass in einigen Fällen die Organvergütung auch reduziert wurde.[379]

[379] Vgl. Prellberg, M., Schreiber, M. (2003), Mehr Gehalt bei fallenden Kursen, in: Financial Times Deutschland, 17.12.2003, S. 33

Mit der Einführung des Gesetzes zur Veröffentlichung von Managern-Gehältern dürfte diese Geheimniskrämerei den Unternehmen schwerer fallen. Hiermit werden die Vorstandsmitglieder von börsennotierten Aktiengesellschaften verpflichtet, ihre individuellen Gesamtbezüge ab dem Jahr 2006 offen zu legen, die dann im Frühjahr 2007 im Jahres- bzw. Konzernabschluss einsehbar sind. Die Unternehmen können sich allerdings für maximal fünf Jahre mit einer Dreiviertelmehrheit ihrer Aktionäre von der Veröffentlichungspflicht befreien lassen. Trotz dieser anstehenden gesetzlichen Verpflichtung für 2006 zeigt eine Auswertung der Geschäftsberichte der DAX-30-Gesellschaften, dass für das Berichtsjahr 2005 nur 22 Unternehmen ihre Gehälter individualisiert ausweisen und acht Gesellschaften diese verbindliche Auflage erst im nächsten Jahr erfüllen werden. Inwieweit damit der generelle Trend von steigenden Vorstandsgehältern zu stoppen ist und moderate Anpassungen erfolgen, wird von Vertretern aus Wissenschaft und Politik trotz der neuen Gesetzgebung eher skeptisch beurteilt.[380] Dieses betrifft insbondere auch die Höhe der gewährten Vorstandspensionen, die im Rahmem der Diskussion um aktienbasierte Vergütungsinstrumente für die Vorstände nur zweitrangig thematisiert wurden. Ob das neue Gesetz darüber hinaus auch zu einer besseren Vergleichbarkeit der Vergütungs- und Pensionspakete sorgen wird, bleibt weiterhin offen und ist nach wie vor kritisch zu hinterfragen, da es noch an klaren Ausführungsbestimmungen mangelt, die genau festlegen, welche Angaben die Unternehmen genau zu machen haben.

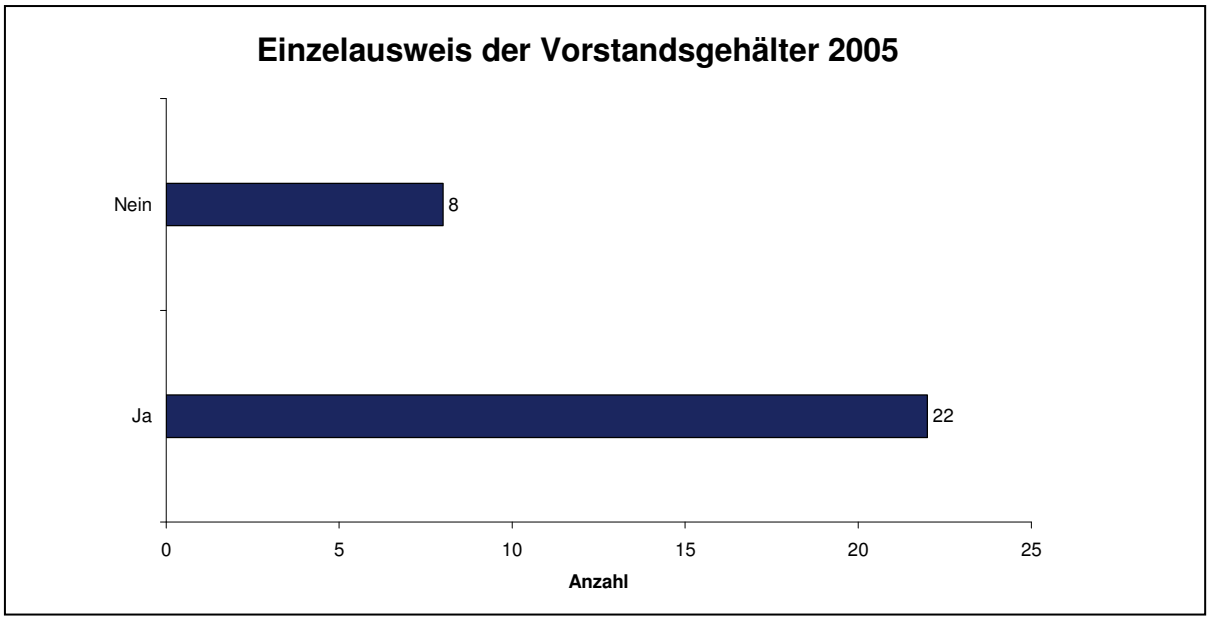


Abbildung 13: Stand Veröffentlichung der individualisierten Vorstandsvergütung im Geschäftsbericht
Quelle: Eigene Darstellung

[380] Vgl. Schwalbach, J. (2006), Vorstandsvergütung, Fernsehinterview in „Frontal“ vom 08.08.2006

10.3 Entwicklung der monetären Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden im Verhältnis zum Aktienkurs von 2004 auf 2005

Für die Gegenüberstellung der Entwicklung der Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden der Dax-30-Unternehmen im Verhältnis zur Entwicklung des Aktienkurses von 2004 auf 2005 wurden auf Basis von verfügbaren Daten insgesamt 15 Gesellschaften in die Auswertung einbezogen. Die Auswertung wurde erschwert, da in einigen Fällen in den Geschäftsberichten keine bzw. nur unzureichende Angaben über den Wert von ausgegebenen Aktienoptionen erfolgte und damit die Ermittlung der monetären Gesamtvergütung, die die eigentliche valide Grundlage für einen Vergleich bildet, nicht möglich war.

Durch eine reine Fokussierung auf veröffentlichte Daten über die aggregierte Gesamtvergütung des Vorstandsgremiums einer Gesellschaft hätte auch keine breitere Datenbasis generiert werden können. Auch in der zusammenfassenden Darstellung der Vergütungshöhen und -komponenten enthielten die Geschäftsberichte nur unzureichende bzw. keine Angaben über die Höhe von gewährten Aktienoptionen.

Die Schwierigkeiten bei der Beschaffung der notwendigen Informationen für diese Gehaltsanalyse zeigt die zurückhaltende Bereitschaft der Gesellschaften hinsichtlich einer aktiven Kommunikation über die bestehende und praktizierte Vergütungspolitik für die Mitglieder der Organe und die sich daraus ergebende Notwendigkeit für mehr Transparenz.

Die nachfolgende Tabelle liefert einen Überblick über die Höhe der monetären Gesamtvergütung der Vorstandsvorsitzenden inklusive der Gewährung von kurz- und langfristigen Anreizsystemen sowie Aktienoptionen.

Vergütung der Vorstandsvorsitzenden im Vergleich 2004 auf 2005							
Nr.	**DAX-30-Unternehmen**	**Vergütung 2004[1] in Mio.**	**Vergütung 2005[1] in Mio**	**Veränderung in %**	**Aktienkurs Stand 31.12.2004**	**Aktienkurs Stand 31.12.2005**	**Veränderung Aktienkurs in %**
1	**Adidas-Salomon**	3.19	4.17	**30.83**	118.75	160.00 €	**34.74**
2	**Allianz**	4.71	5.04	**6.98**	97.60	127.94 €	**31.09**
3	**Altana**	2.32	2.24	**-3.37**	46.51	46.00 €	**-1.10**
4	**BASF**	3.35	k.A.	**-**	53.00	64.71 €	**22.09**
5	**BMW**	3.09	k.A.	**-**	33.20	37.05 €	**11.60**
6	**Bayer**	2.74	3.33	**21.90**	24.94	35.29 €	**41.50**
7	**Commerzbank**	k.A.	3.18	**-**	15.16	26.02 €	**71.64**
8	**Continental**	2.04	2.87	**40.51**	46.73	74.98 €	**60.45**
9	**DaimlerChrysler**	5.91	k.A.	**-**	35.26	43.14 €	**22.35**
10	**Deutsche Bank**	10.08	11.90	**18.04**	65.32	81.90 €	**25.38**
11	**Deutsche Börse**	k.A.	0.22	**-**	44.28	86.56 €	**95.48**
12	**Deutsche Post**	k.A.	3.34	**-**	16.90	20.48 €	**21.18**
13	**Deutsche Telekom**	2.66	2.90	**9.07**	16.65	14.08 €	**-15.44**
14	**E.ON**	k.A.	5.72	**-**	67.06	87.39 €	**30.32**
15	**Fresenius Medical Care**	2.35	k.A.	**-**	59.21	89.00 €	**50.31**
16	**Henkel**	2.97	k.A.	**-**	64.00	85.00 €	**32.81**
17	**Hypo Real Estate Holding**	1.60	k.A.	**-**	16.70	43.98 €	**163.35**
18	**Infineon Technologies**	3.78	2.03	**-46.30**	7.98	7.73 €	**-3.13**
19	**Linde**	3.71	k.A.	**-**	46.06	65.77 €	**42.79**
20	**Lufthansa**	1.25	1.34	**7.27**	10.55	12.51 €	**18.58**
21	**MAN**	k.A.	2.27	**-**	28.34	45.08 €	**59.07**
22	**METRO**	3.46	2.98	**-14.01**	40.49	40.80 €	**0.77**
23	**Münchener Rück**	k.A.	k.A.	**-**	90.45	114.38 €	**26.46**
24	**RWE**	k.A.	8.84	**-**	40.70	62.55 €	**53.69**
25	**SAP**	5.24	6.09	**16.08**	131.40	153.16 €	**16.56**
26	**Schering**	2.54	3.52	**38.96**	55.01	56.60 €	**2.89**
27	**Siemens**	4.61	3.27	**-29.12**	62.38	72.40 €	**16.06**
28	**ThyssenKrupp**	k.A.	2.56	**-**	16.20	17.62 €	**8.77**
29	**TUI**	3.22	3.46	**7.42**	17.45	17.30 €	**-0.86**
30	**Volkswagen**	2.65	2.84	**7.14**	33.35	44.61 €	**33.76**

[1] Gesamtvergütung: Grundgehalt inkl. Bonuszahlungen aus mittel- und langfristigen Incentiveprogrammen und Aktienoptior

Tabelle 10: Entwicklung Vorstandsvergütung
Quelle: Geschäftsberichte 2004, 2005 und Studie Manager Magazin 2004, 2005

Die Auswertung zeigt, dass sich die Vergütung der Vorstandsvorsitzenden bei Gesellschaften mit einer positiven Aktienkursentwicklung zwischen 6,98 % und 40,51 % gesteigert hat. Spitzenreiter sind dabei Adidas-Salomon, Bayer, Continental, Deutsche Bank, SAP und Schering. Auffallend ist insbesondere die Erhöhung der Vergütung des Vorstandsvorsitzenden von Schering. Trotz einer relativ geringen Aktienkurssteigerung in Höhe von 2,89 % stieg im vergleichbaren Zeitraum das Gehalt um 38,96 %, welches einer monetären Steigerung von einer Million Euro entspricht. In diesem Zusammenhang ist kritisch zu hinterfragen, welche Gründe für diese exorbitanten Gehaltssteigerungen angeführt werden können – trotz der eher durchschnittlichen Management-Leistung. Diese signifikanten Gehaltsentwicklungen könnten möglicherweise mit dem Erreichen von internen Zielgrößen, die z. B. im Rahmen einer Zielvereinbarung vertraglich geregelt worden sind, erklärt werden und somit auch auf einer Management-Leistung beruhen. Wegen der fehlenden Informationspolitik lässt sich die geleistete Management-Qualität für diese

Steigerungsraten allerdings nicht nachvollziehen und bietet Raum für Spekulationen. Eine mögliche Schlussfolgerung könnte es sein, dass sachlich nicht zu rechtfertigende Gehaltserhöhungen durchgesetzt werden sollen.

In diesem Zusammenhang sei aber auch erwähnt, dass sich durch Neubsetzungen von Vorstandspositionen unterjährige Verschiebungen in den Gehaltshöhen ergeben können. Werden nur Teile der Zielvorgaben für die Mitglieder des Managements an die Öffentlichkeit kommuniziert, so besteht außerdem immer die Möglichkeit, dass externe Beobachter die Höhe bestimmter Entgeltkomponenten als ungerechtfertigt ansehen, obwohl sie bei vollständiger Transparenz u.U. als eine angemessene Honorierung für die Erreichung bestimmter Teilziele angesehen werden würden

Eine vergleichbare, wenn auch nicht so auffallende Diskrepanz lässt sich bei der Deutschen Telekom ablesen. Das Gesamteinkommen hat sich gegenüber dem Vorjahr 2004 um 9,07 % (240.000 Euro) gesteigert, obwohl der Aktienkurs einen zweistelligen, negativen Verlauf in Höhe von 15,44 % zu verzeichnen hat. Auch wenn möglicherweise eine interne Bemessungsgröße für die Erhöhung der Vorstandsvergütung herangezogen wurde – wie z. B. Zielerfüllung von operativen sowie strategischen Aufgaben – handelt es sich hierbei um eine signifikant hohe Gehaltssteigerung. Zumal hier im Gegensatz zu dem Durchschnittseinkommen eines Mitarbeiters eine weitaus höhere Bemessungsgrundlage für die Entgeltanpassung herangezogen wird und somit das Delta der monetären Anpassung überproportional höher ausfällt.

Allerdings lässt sich auch feststellen, dass zwei Unternehmen mit einer negativen bzw. sehr geringen Aktienkursentwicklung ebenfalls die Höhe der Vergütung nach unten angepasst haben. Dazu zählen Altana, Infineon und Metro. Gleiches gilt für Siemens, das trotz einer Aktienkurssteigerung in Höhe von 16,06 % das Gehalt des Vorstandsvorsitzenden um 29,12 % nach unten korrigiert hat. Auf der anderen Seite sollte diese „normale“ Anpassung nicht besonders hervorgehoben werden, sondern ist vielmehr als normale Vergütungsarithmetik für die gezeigte Management-Leistung einzustufen.

Abschließend lässt sich feststellen, dass die Gehaltsentwicklungen der Vorstandsvorsitzenden und damit auch die der anderen Vorstandsmitglieder höher ausfallen als die der übrigen Belegschaft. Diese Gruppe erhält üblicherweise Tarifanpassungen zwischen 1 % und 3 %, die i. d. R. im Rahmen von

Tarifverhandlungen hart verhandelt werden. In der deutschen „Vergütungslandschaft“ für Vorstände fehlt es eindeutig an einer nachvollziebaren Kommunikation in den Geschäftsberichten über Struktur und Qualität der Vergütungssysteme.

10.4 Ausgewertete Gestaltungsparameter der Optionspläne

Im theoretischen Teil dieser Arbeit wurden Aktienoptionspläne hinsichtlich ihrer Eignung als ein mögliches Instrument zur Honorierung der Management-Leistung eingehend untersucht, bewertet und wesentliche Kritikpunkte herausgearbeitet. Auf Basis der zugrunde gelegten Bewertungskriterien wurden für die nachstehende Analyse der Optionspläne der DAX-30-Unternehmen (aufgelegt im Jahr 2005) die folgenden Gestaltungsparameter als Beurteilungsbasis hinzugezogen. Als wesentliche Eckdaten eines Optionsplans wurden folgende festgelegt, da diese durch Publikationsvorschriften seitens der Unternehmen weitestgehend öffentlich zugänglich sind.

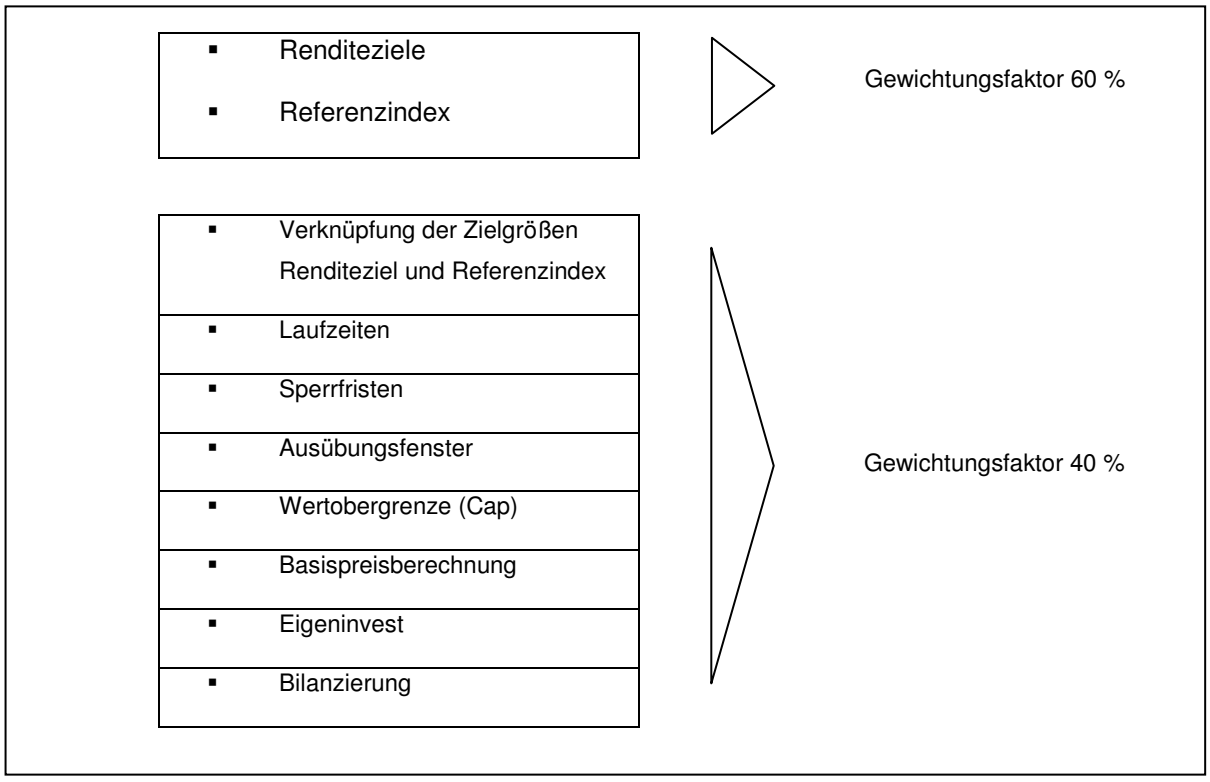


Abbildung 14: Zugrunde gelegte Bewertungskriterien
Quelle: Eigene Darstellung

Bezüglich der inhaltlichen Ausprägung und deren Einfluss auf die Umsetzung der Programme wird den einzelnen Kriterien im direkten Vergleich eine unterschiedliche

Bedeutung zugemessen. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, wurden die Bewertungskriterien in zwei Blöcke aufgeteilt und mit einem spezifischen Gewichtungsfaktor versehen. Das Gewichtungsverhältnis 60% zu 40% ergibt sich aufgrund der unterschiedlichen Bedeutung der beiden Blöcke für das Aktienoptionsprogramm. Der erste Block mit den Kriterien „angstrebtes Renditeziel“ und „zugrunde gelegter Referenzindex“ geht mit dem höheren Gewichtungsfaktor von 60% in die Beurteilung ein. Hinsichtlich der ökonomischen Ausgestaltung von Aktienoptionsprogrammen stellen sie die zentralen Leistungsindikatoren dar; ihre tatsächlich realisierten Werte sind zentrale Indikatoren für die tatsächlich gezeigte Management-Leistung. Werden die hier erreichten Zielerreichungsgrade als eine Bestimmungsgröße für die Anzahl der zuteilbaren Optionen verwendet, so üben sie einen direkten Einfluss auf die Höhe der potenziellen Einkommenszuwächse bei den Begünstigten aus. Ein höherer Gewichtungsfaktor als 60% würde denen im zweiten Block genannten Parametern nicht ausreichend Rechnung tragen. Dazu zählt unter anderem der kostenwirksame Einfluss auf die Ertragssituation des Unternehmens.

Der zweite Block mit den weiteren Ausgestaltungparametern wurde mit einem Gewichtungsfaktor von 40 % belegt, da sich diese überwiegend auf die technische und vertragliche Ausgestaltung der Eckdaten eines Aktienoptionsprogramms beziehen. Ihre inhaltiche Relevanz hängt u.a. erheblich davon ab, inwieweit die oben als Vorab-Bedingungen genannen Leistungsindikatoren auch tatsächlich erfüllt werden.

10.5 Teilnehmerportfolio

Insgesamt umfasst die empirische Untersuchung eine Auswertung von 22 Optionsplänen. Acht Unternehmen haben in 2005 keinen neuen Aktienoptionsplan aufgelegt und werden aus diesem Grund in die folgende Auswertung nicht einbezogen. Weitere Unternehmen haben die ursprünglichen aktienkursbasierten Pläne durch auf interne Kennzahlen basierende Vergütungsprogramme substituiert, wobei Informationen über die zugrunde gelegten Leistungsindikatoren und andere Parameter wie z. B. zugrunde gelegte Erfolgsgrößen, Laufzeiten etc. nicht zugänglich waren und somit diese Plan-Varianten nicht in die Auswertung eingeflossen sind.

Die folgende Tabelle zeigt die in die Auswertung eingeflossenen Unternehmen sowie einen Überblick über die im Jahre 2005 aufgelegten Programmtypen – einschließlich der Unternehmen, die keinen Plan in diesem Geschäftsjahr aufgelegt haben (in der folgenden Tabelle grau schraffiert).

Adidas-Salomon, BMW, Deutsche Bank	Es wurde im Jahr 2005 kein Aktienoptionsprogramm aufgelegt. Aus diesem Grund erfolgt keine Einbeziehung in die Auswertung.
DaimlerChrysler, Henkel, ThyssenKrupp	Incentive Plan basierend auf festgelegten internen Erfolgsgrößen. Wegen nicht veröffentlichter Daten erfolgte keine Einbeziehung in die Auswertung.
HypoVereinsbank, TUI	Virtuelle Aktienprogramme als Incentive. Wegen nicht veröffentlichter Daten erfolgt keine Einbeziehung in die Auswertung.
Allianz, BASF, Commerzbank, Deutsche Börse, E.ON, Lufthansa, MAN, Münchener Rück, Schering, Siemens[381]	Stock Appreciation Rights
Altana, Continental, Deutsche Post, FMC[382], Infineon, Linde, SAP	Aktienoptionsprogramm
Bayer	Performance Cash Plan
Deutsche Telekom	cashbasierter Incentive-Plan
Metro	Aktienprämienprogramm
RWE	Performance Shares
Volkswagen	Wandelschuldverschreibungen

Tabelle 11: Übersicht Teilnehmerportfolio
Quelle: Eigene Darstellung

Die empirische Untersuchung fokussiert ausschließlich auf Optionspläne für Mitglieder des Vorstands, da die Eckdaten dieser Programme durch die Verpflichtung zur Veröffentlichung in den jeweiligen Geschäftsberichten und anderen externen Quellen zugänglich sind. Vielfach existieren auch vergleichbare Pläne für nachgelagerte Führungsebenen, allerdings finden diese Programme in der folgenden Auswertung keine Berücksichtigung. Diese öffentlich nicht zugänglichen Informationen hätten durch eine separate Fragebogenaktion erhoben werden

[381] Siemens: Aktienoptionsprogramm und Stock Appreciation Rights
[382] FMC: Aktienoptionsprogramm in Verbindung mit Wandelschuldverschreibungen

müssen, sind aber nicht Gegenstand der vorliegenden Dissertation. Ein Überblick über die grundsätzlich zum Einsatz kommenden Beteiligungsprogramme und damit verbundenen Zielsetzungen innerhalb dieses Unternehmensportfolios wird allerdings in einer separaten empirischen Erhebung im Rahmen dieser Arbeit für das Jahr 2002 geliefert und wird ausführlich in Kapitel 11 erläutert.

10.6 Bewertungsmethodik

In Anlehnung an die Ausführungen über die Bewertung von Aktienoptionsprogrammen im theoretischen Teil dieser Arbeit basiert das folgende Bewertungsraster auf der Schlussfolgerung, dass die individuellen Programme unternehmensspezifisch und leistungsorieniert auszugestalten sind, um die gewünschte Anreizwirkung zu erzielen. Auf Basis der zugrunde gelegten Bewertungskriterien wird untersucht, inwieweit bei der Ausgestaltung der Programme auch die Interessenlage der Aktionäre als Kapitalgeber und die der Arbeitnehmer, nämlich Arbeitsplatzsicherheit durch erfolgreiche Führung des Unternehmens, Berücksichtigung finden.

Um den Erfüllungsgrad dieser Zielsetzungen weitestgehend objektiv zu bewerten, wird im Folgenden für die Analyse ein fünfstufiges Bewertungsraster zugrunde gelegt. Mithilfe dieser Methodik wird der Versuch unternommen, Optimierungspotenziale bei den einzelnen Programmen kritisch darzulegen und konkrete Anpassungsnotwendigkeiten aufzuzeigen. Aus Gründen einer nachvollziehbaren Darstellung wird neben der grafischen eine nummerische Bewertung aufgeführt.

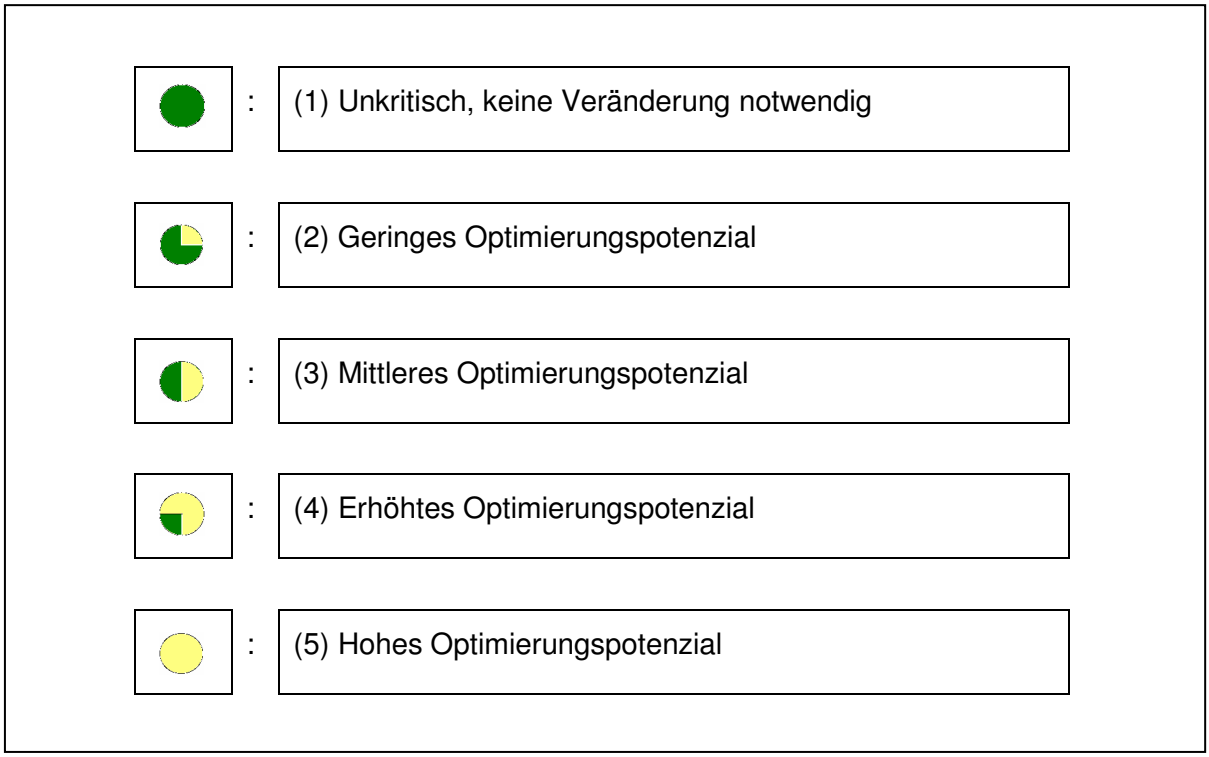


Abbildung 15: Bewertungsraster
Quelle: Eigene Darstellung

10.7 Bewertungsinhalte pro Beurteilungskriterium

10.7.1 Renditeziele

Als eine angemessene Zielgröße für die anzustrebende Aktienkurssteigerung sind Werte ab mindestens 7 % anzusetzen.[383] Grundlage hierfür bildet die folgende Festlegung:

Dieser Wert setzt sich aus einer Risikoprämie von 3 % p. a. und einer unterstellten Wertentwicklung von mindestens 4 % p. a. zusammen, die für alternative Anlagen als Annahme angesetzt wird. Eine Risikoprämie wird zugrunde gelegt, weil der Investor bzw. der Aktionär die Möglichkeit hat, sein zur Verfügung stehendes Kapital auch in alternative Kapitalanlagen zu investieren. Bei einem konservativen, langfristig ausgerichteten Anlagehorizont kann i. d. R. dieser Wertzuwachs erwartet werden. Insbesondere eine Zielgröße unterhalb von 3 % p. a. wird mit einem hohen Optimierungspotenzial eingestuft, da hier seitens der Anleger kein Anreiz bestehen dürfte, etwaige Aktienpakete zu halten bzw. Käufe zu tätigen.

[383] Vgl. o. V. (2004-f-), Unzureichende Optionsprogramme, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 19.08.2004, S. 17

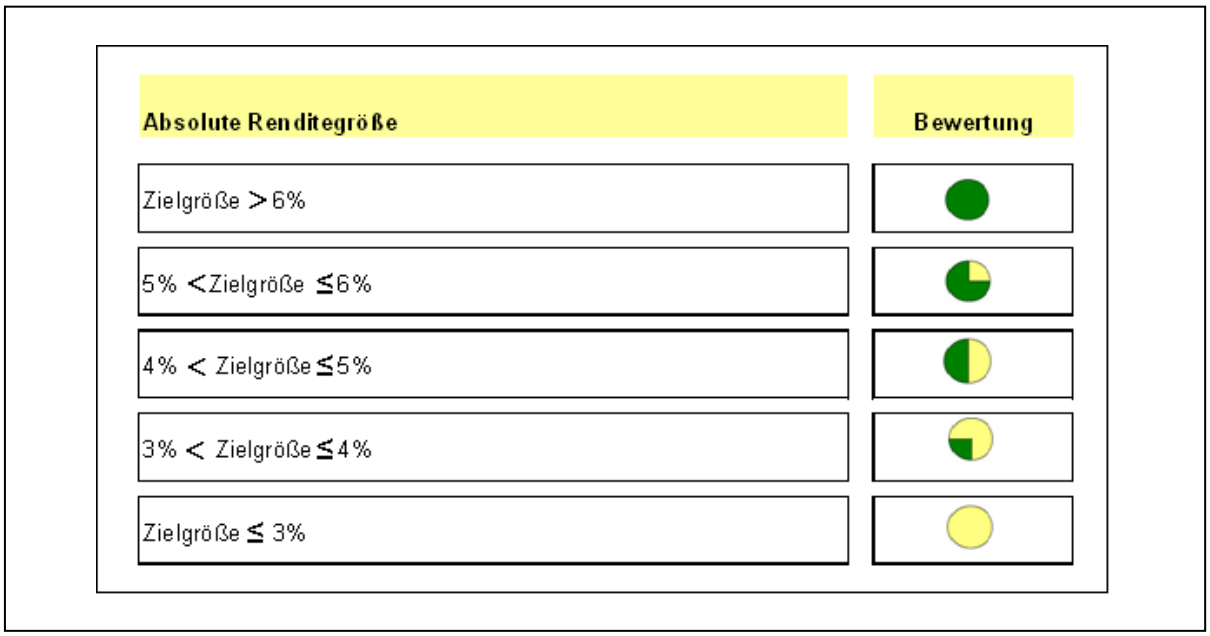


Abbildung 16: Bewertungsdarstellung absolute Renditegröße
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.2 Referenzindex

Wie in Kapitel 9.3.2.2 erläutert, sollte bei der Ausgestaltung der Optionsprogramme ein Vergleichsindex als relativer Performance-Maßstab zu anderen adäquaten Unternehmen bzw. einer Branche vorgesehen werden. Das hat den Vorteil, dass der Optionsinhaber nur dann eine Zuteilung von Optionen erhält, wenn die Performance der eigenen Aktie während der vorgesehenen Laufzeit relativ besser ausfällt als ein zugrunde gelegter Branchen- bzw. Marktindex. Bei der Festlegung eines Indizes ist darauf zu achten, dass dieser, sofern abbildbar, den speziellen Markt des Unternehmens widerspiegelt bzw. sich aus einem Portfolio vergleichbarer Unternehmen zusammensetzt.

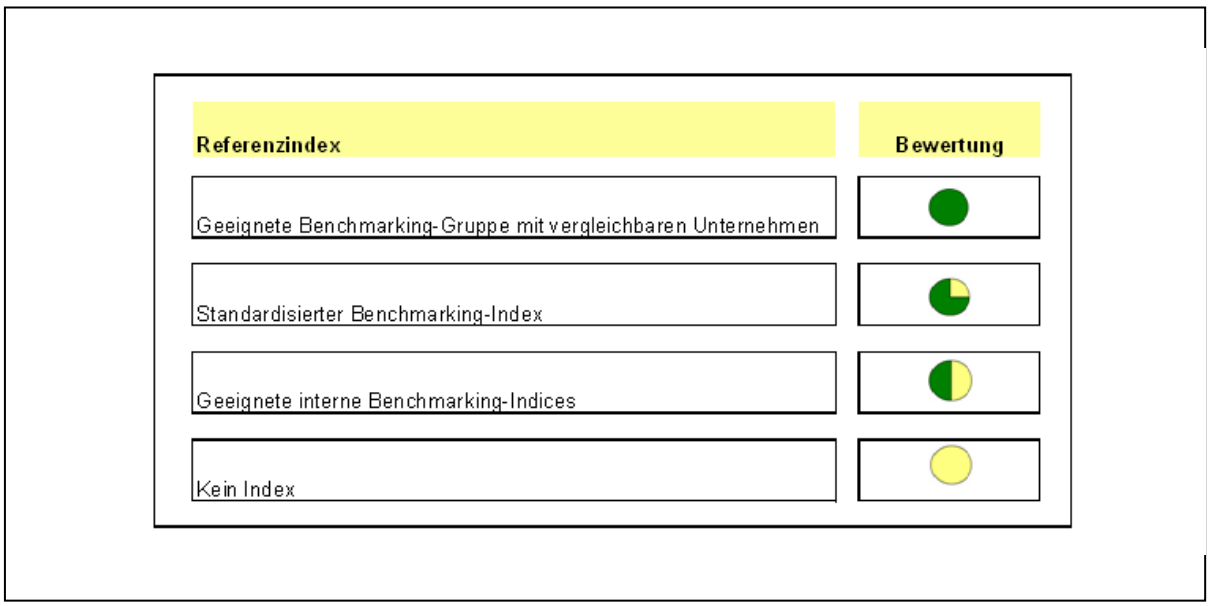


Abbildung 17: Bewertungsdarstellung Referenzindex
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.3 Verknüpfung der Zielgrößen Renditeziel und Referenzindex

Bei der Bewertung dieser beiden Ziele bzw. Ausübungshürden wird untersucht, inwieweit die beiden Zielgrößen miteinander vernetzt sind, also eine "Und-" bzw. "Oder-Verbindung" vorgesehen ist. Grundsätzlich sollten anreizorientierte Pläne eine "Und-Verbindung" mit zwei Zielindikatoren bzw. Ausübungshürden vorsehen. Das bedeutet, der Bezugsberechtigte erhält nur dann eine zuvor definierte Anzahl von Optionen, wenn beide Zielgrößen als erfüllt gelten.
Des Weiteren fließt bei der Bewertung ein, ob zwei oder nur eine Ausübungshürde in den Optionsbedingungen definiert wurde.

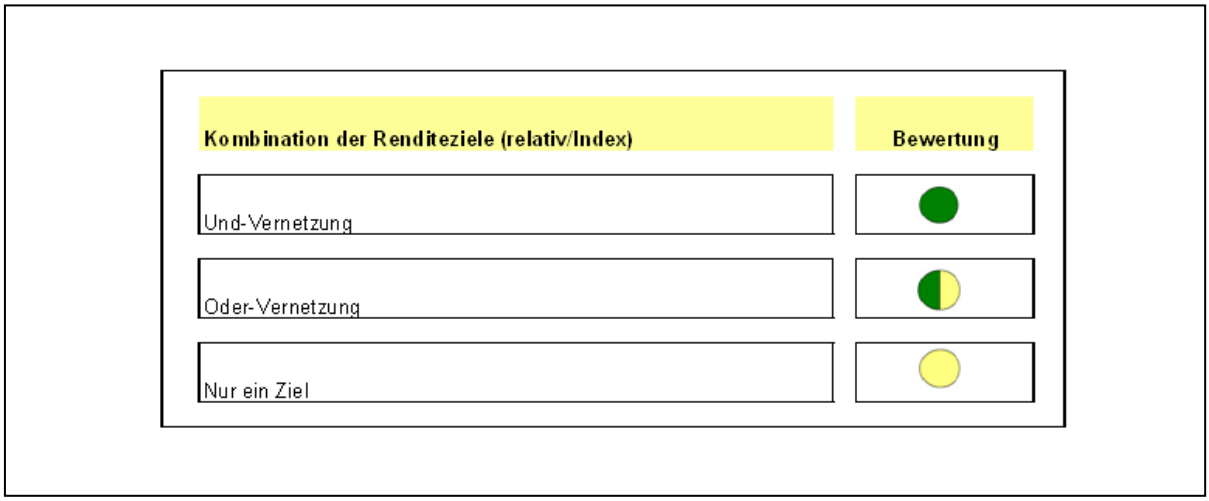


Abbildung 18: Bewertungsdarstellung Kombination der Renditeziele
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.4 Laufzeitintervall

Um eine Grundlage für die gewünschten langfristigen Wertsteigerungen des Unternehmens zu bilden, empfiehlt es sich, die Programme mit einer korrespondierenden Laufzeit zu versehen (vgl. Kapitel 9.5.1). Hiermit wird primär das Ziel verfolgt, dass das Management sein Handeln nicht nur auf kurzfristig gewinnmaximierende Handlungen ausrichtet, sondern ebenfalls langfristig angelegte Entscheidungen trifft, um eine wirtschaftlich positive Entwicklung des Unternehmens zu bewirken. Aus diesem Grund empfiehlt es sich, Laufzeiten ab fünf Jahre aufwärts in die jeweiligen Pläne zu integrieren, um eine nachhaltige Wertschöpfung zu betreiben.

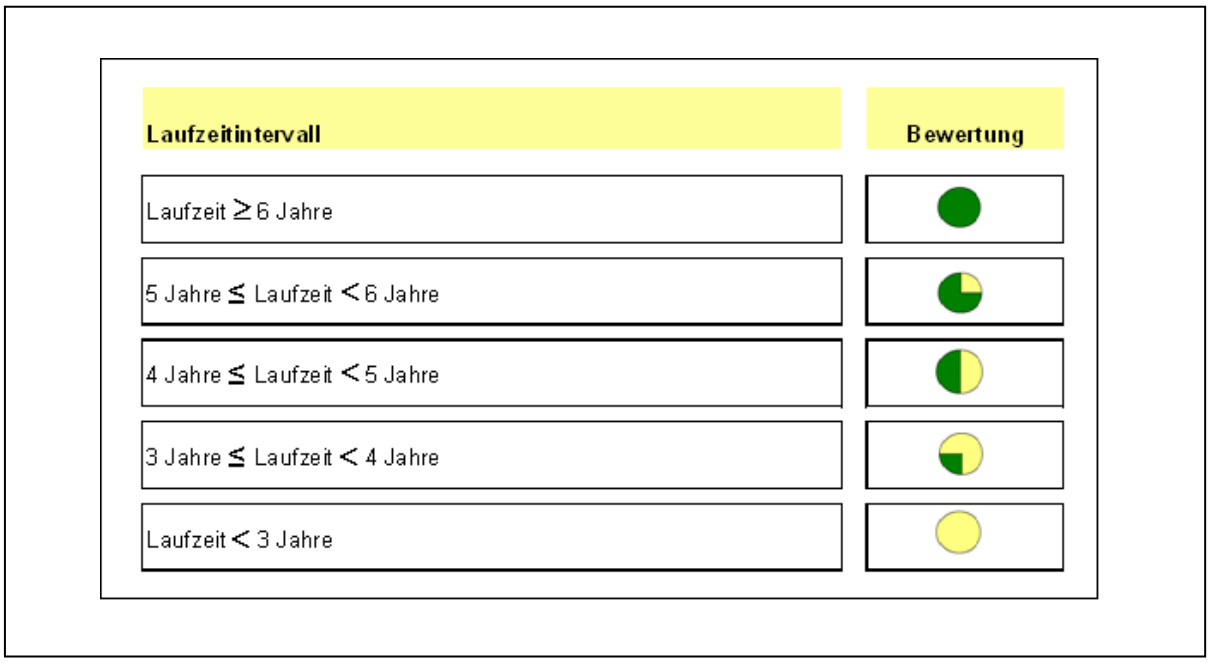


Abbildung 19: Bewertungsdarstellung Laufzeitintervall
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.5 Sperrfristen

Wie in Kapitel 9.5.1 aufgeführt, sieht das KonTraG im § 193 AktG eine Mindestwartezeit von zwei Jahren vor, bevor erstmalig eine Zuteilung von Aktienoptionen erfolgen darf. Um auch hier der gewünschten nachhaltigen Anreizwirkung Rechnung zu tragen, empfiehlt es sich, die Sperrfristen adäquat zu determinieren ggf. alternativ eine Staffelung vorzusehen. In diesem Zusammenhang wird eine Laufzeit von mindestens vier Jahren als optimal eingestuft, da in diesem Zeitraum die Nachhaltigkeit von Management-Entscheidungen messbar und zu

bewerten sein sollte. Gleiches gilt für eine Staffelung zwischen drei und vier Jahren, da in dieser Konstellation bei Erreichen der Ausübungshürden jeweils nur ein Teil des Optionspakets frühestens nach drei Jahren ausübbar sein wird.

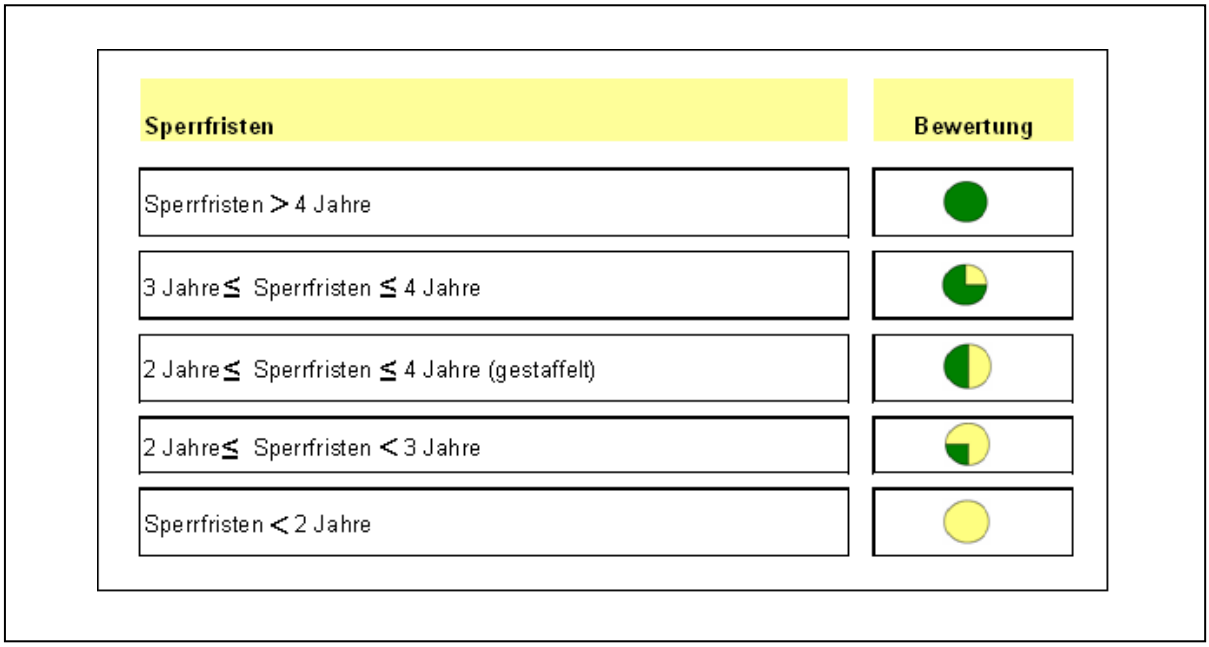


Abbildung 20: Bewertungsdarstellung Sperrfristen
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.6 Ausübungsfenster

In Kapitel 9.1.1.2 wurde das Risiko über die Ausnutzung von Insiderwissen eingehend beschrieben. Um dieses Risiko weitestgehend zu minimieren, ist es empfehlenswert, den Verkauf nur innerhalb eindeutig definierter Handelsfenster, so genannter Trading Windows, zu ermöglichen. Diese Handelsfenster müssen eindeutig aus den relevanten Vertragswerken hervorgehen und transparent dargelegt sein, um etwaigen Folgen von möglichen Versuchen der Kursmanipulation und dem Ausnutzen von Insiderwissen zu begegnen.

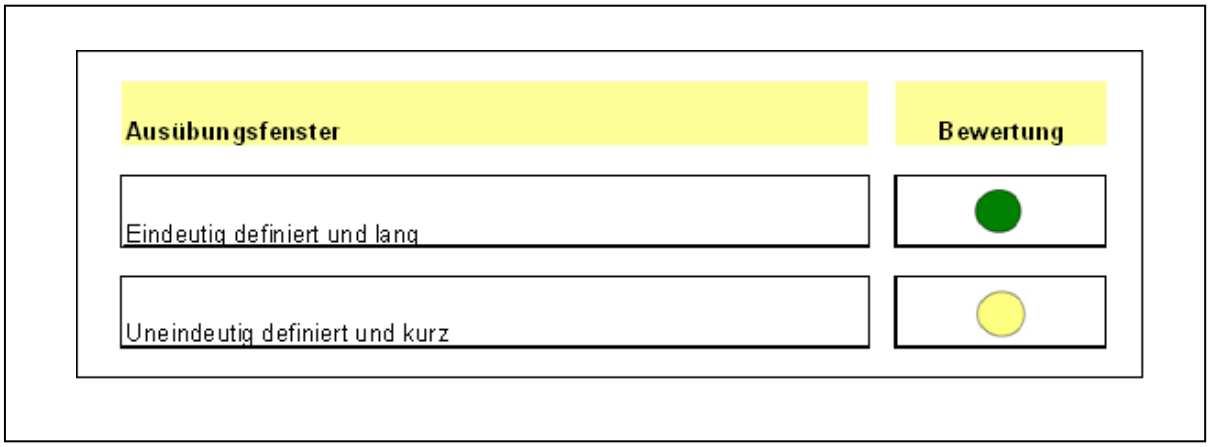


Abbildung 21: Bewertungsdarstellung Ausübungsfenster
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.7 Wertobergrenze (Cap)

Der Corporate Governance Kodex (vgl. Kapitel 7) sieht als Empfehlung in § 4.2 vor, dass der Aufsichtsrat für außerordentliche, nicht vorhersehbare Entwicklungen eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) für potenzielle Ausübungsgewinne zu vereinbaren hat. Für die Bewertung der in 2005 aufgelegten Aktienoptionspläne fließt deshalb der Aspekt mit ein, inwieweit dieser erwähnte Cap vorgesehen ist, um mögliche finanzielle Risiken aus nicht vorhersehbaren Zahlungen zu begrenzen. Die Wertobergrenze sollte aus den jeweiligen Vertragswerken bzw. Publikationen nachvollziehbar hervorgehen.

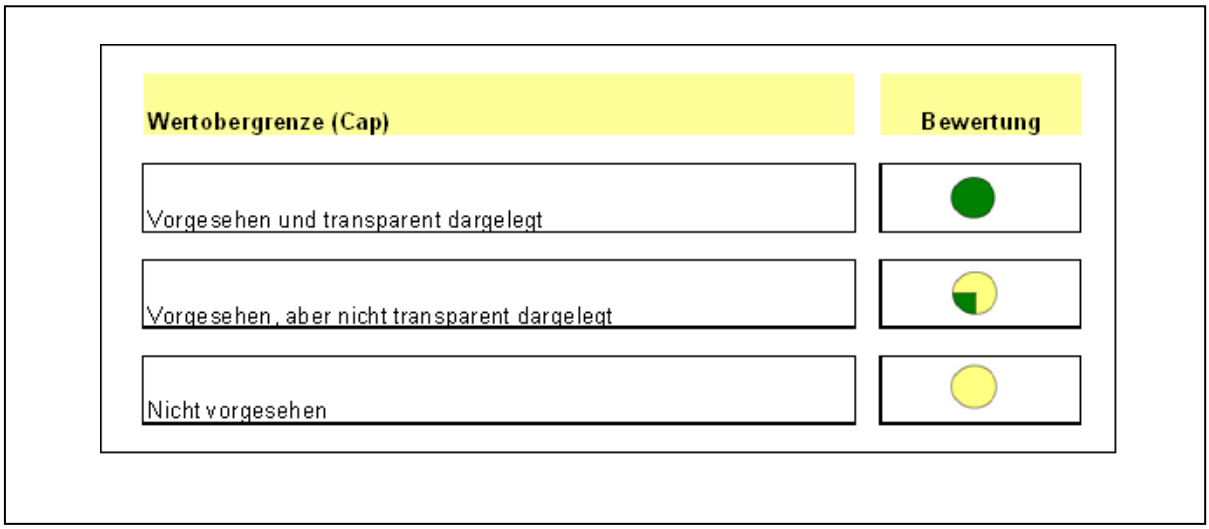


Abbildung 22: Bewertungsdarstellung Wertobergrenze
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.8 Basispreisberechnung

Bei der Festlegung des Basispreises ist es insbesondere von Bedeutung, mögliche auftretende unkalkulierbare Kursschwankungen zu glätten. U. a. können Veränderungen der politischen Rahmenbedingungen und auch anstehende Transaktionsaktivitäten zu volatilen Kursausschlägen führen, die den eigentlichen Wert der Aktie nicht realistisch abbilden (vgl. Kapitel 9.3.1). Um diese durchaus mögliche Situation zu entschärfen, empfiehlt es sich, einen Durchschnittswert zu definieren, der flexibel auf die Schlusskurse mehrerer Börsenhandelstage, idealerweise mehr als 30 Tage, vor der Optionsgewährung abstellt.

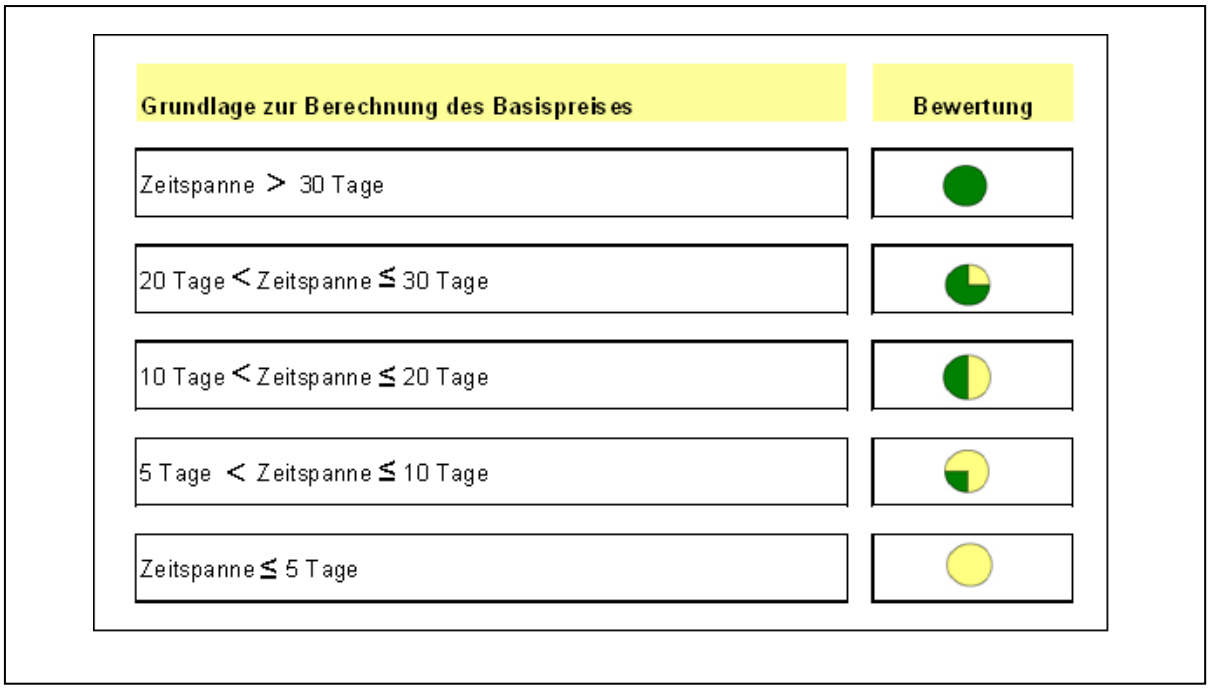


Abbildung 23: Bewertungsdarstellung Basispreisberechnung
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.9 Eigeninvest

In der Praxis werden den Vorständen Aktienoptionspläne überwiegend "on top", d. h. zusätzlich zu ihrem bestehenden Vergütungspaket gewährt. Einziges Risiko für die Berechtigten hierbei ist, dass aufgrund des Verfehlens der Ausübungshürden keine Zuteilung von Optionen erfolgt. Wie in Kapitel 9.4.4 eingehend dargelegt, kann dieses zu negativen und risikoreicheren Management-Entscheidungen führen, die unter normaler Abwägung von wirtschaftlichen Folgen möglicherweise in dieser Form so nicht getroffen worden wären. Um diesen Zielkonflikt weitestgehend zu entschärfen, empfiehlt sich die Variante, ein Eigeninvest seitens der Berechtigten

vorzusehen. Damit wird das Management neben der Chance von zusätzlichem Einkommen auch an dem Risiko seiner getroffenen Management-Entscheidungen beteiligt. Das Eigeninvest kann unterschiedliche Formen der Ausgestaltung aufweisen wie z. B. ein Investment in Aktien des eigenen Unternehmens im Verhältnis eine Aktie für eine Option. Eine alternative Vereinbarung kann vorsehen, dass ein Teil der gewährten variablen Vergütung aus Short-Term Incentive Plänen (i. d. R. mit einjähriger Laufzeit) in Aktien umzuwandeln ist.

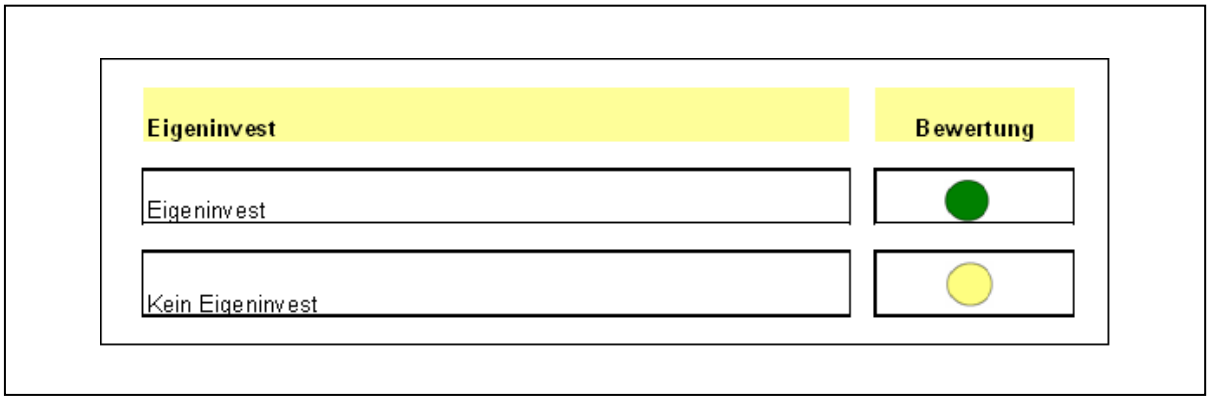


Abbildung 24: Bewertungsdarstellung Eigeninvest
Quelle: Eigene Darstellung

10.7.10 Bilanzierung

Wie im Kapitel über die Bilanzierung von Aktienoptionen und deren Einfluss auf die Ertragssituation aufgezeigt, mussten die betriebswirtschaftlichen Kosten für die Pläne in der Vergangenheit nur dann als Aufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung verzeichnet werden, wenn die zur Bedienung der Ansprüche der Begünstigten benötigten Aktien zu einem Kurs am Markt erworben wurden, der über dem Kaufpreis lag, der den Begünstigten gewährt worden ist. Mittlerweile hat sich die rechtliche Grauzone zur bilanziellen Behandlung von Aktienoptionen weitgehend geklärt, und es sind entsprechende Bilanzierungsregeln ab 2007 einheitlich anzuwenden (vgl. Kapitel 8.2.4).

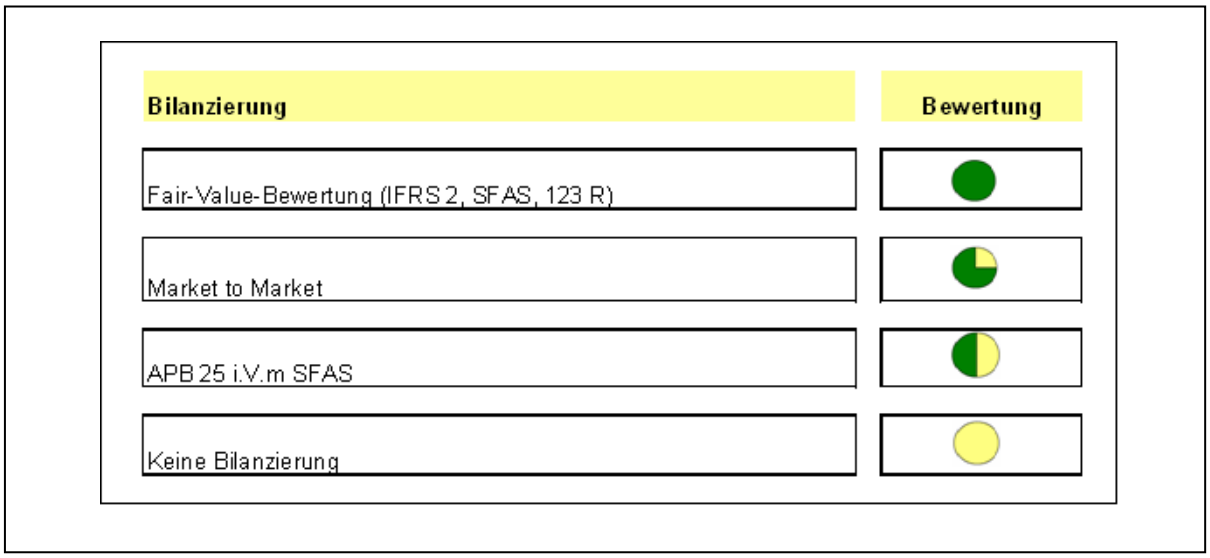


Abbildung 25: Bewertungsdarstellung Bilanzierung
Quelle: Eigene Darstellung

10.8 Ergebnisse der Bewertungsanalyse

Auf Basis der im vorangegangenen Kapitel zugrunde gelegten Bewertungskriterien wird im Folgenden analysiert, inwieweit die in 2005 aufgelegten Aktienoptionsprogramme innerhalb der DAX-30-Unternehmen diesen Gestaltungsanforderungen entsprechen.

10.8.1 Renditeziele

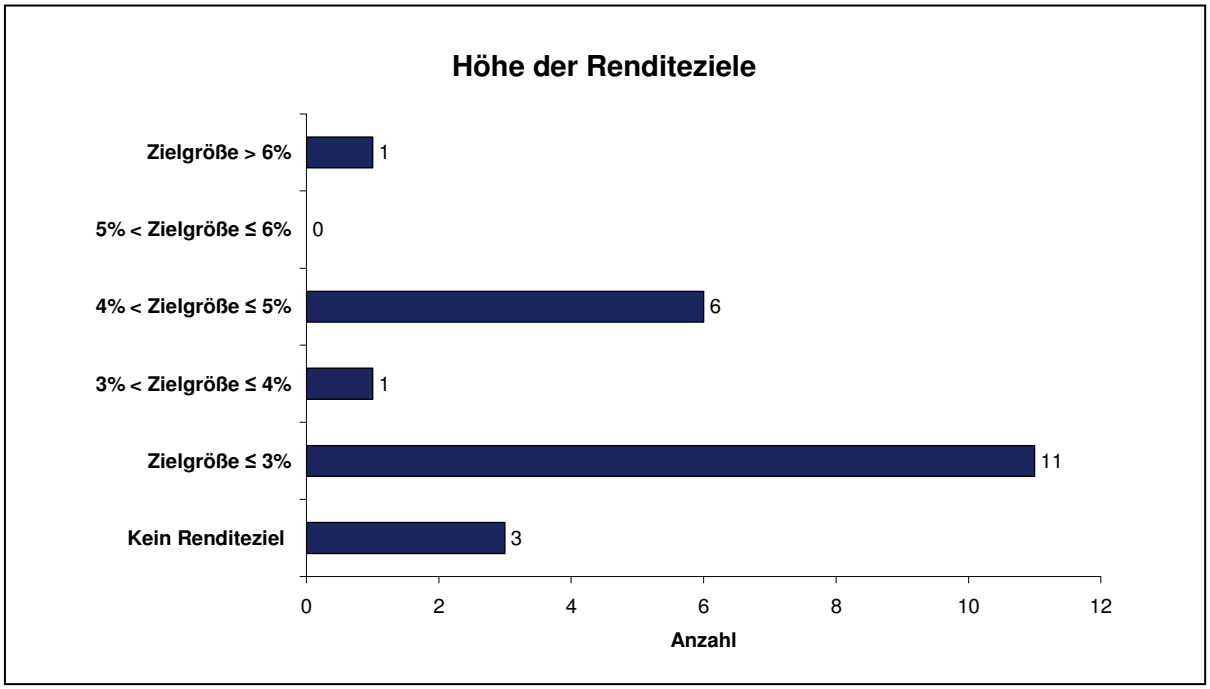


Abbildung 26: Auswertung Renditeziele
Quelle: Eigene Darstellung

Auffallend hierbei ist, dass drei Unternehmen keine Renditeziele in den Optionsbedingungen ihrer Pläne vorsehen. Bei diesem Unternehmenskreis wurde lediglich das Erreichen eines Referenzindexes vorgesehen. Zu diesen Unternehmen zählen die Deutsche Börse, Lufthansa und RWE. Die Auswertung über die Höhe der festgelegten Mindestrendite zeigt des Weiteren, dass 10 Unternehmen (48 %) von ihren Vorständen eine Renditesteigerung von weniger als 3 % p. a. im Rahmen der vereinbarten Laufzeit vorsehen. Insbesondere im Vergleich zu anderen möglichen Kapitalanlagen, im Rahmen derer den Aktionären und potenziellen Investoren ebenfalls Alternativen für Investionen zur Verfügung stehen, wird deutlich, dass unter dem Aspekt einer ambitionierten und marktorientierten Zielsetzung für diese Unternehmen signifikante Optimierungspotenziale bei der Festlegung des Programmparameters "Renditeziel" bestehen. Zu diesem Unternehmenskreis zählen die Gesellschaften Allianz, Altana, Continental, E.ON, Fresenius, Infineon, Linde, MAN, Müchener Rück, SAP und Siemens. Insgesamt lässt sich hier feststellen, dass 13 Unternehmen keine bzw. unzureichende Performance-Maßstäbe für den Ausgestaltungsparameter Renditeziel zugrunde legen.

Die Analyse führt ebenfalls zu dem Ergebnis, dass insbesondere das Renditeziel der Deutschen Telekom mit 10 % p. a. als besonders leistungsorientiert hervorzuheben ist und ambitionierte Leistungserwartungen an das Management gestellt werden.

Mit geforderten Renditen zwischen 4,3 % und 5 % sind die Programmparameter bei den fünf Unternehmen Bayer, Commerzbank, Metro, Schering und Volkswagen (23 % der Unternehmen) zwar weit weniger ambitioniert, stellen aber im Rahmen der Gesamtbetrachtung innerhalb des Unternehmensportfolios eine akzeptable Größenordnung dar.

10.8.2 Referenzindex

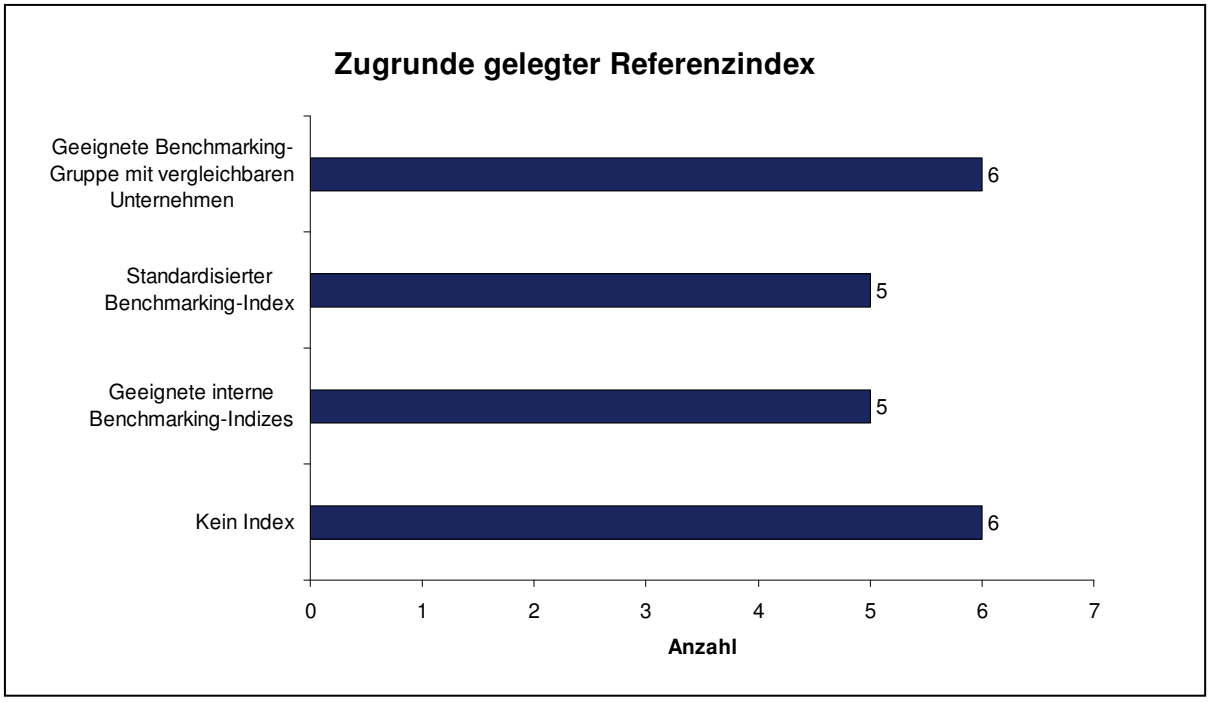


Abbildung 27: Auswertung Referenzindex
Quelle: Eigene Darstellung

In Kapitel 9.3.2.2 wurde als eine wesentliche Anforderung darauf hingewiesen, dass es sich für die Bewertung der Managerleistung empfiehlt, messbare Vergleichsindikatoren auf Basis eines geeigneten Referenzindex zugrunde zu legen. In Abhängigkeit zu der wirtschafltlichen Entwicklung z. B. einer gesamten Industriebranche kann die Qualität und der Erfolg von getroffenen Managemententscheidungen damit weitestgehend im Marktvergleich abgebildet werden. In diesem Fall ist auch dann von einer akzeptablen Management-Leistung auszugehen, wenn im direkten Vergleich zu einem zuvor definierten Referenzindex die wirtschafltiche Entwicklung relativ weniger negativ verlaufen ist. In diesem Fall ist davon auzugehen, dass es dem Management trotz eines wirtschaftlich schwierigen Umfelds gelungen ist, die Unternehmung im relativen Vergleich zu dem zugrunde gelegten Index bzw. Unternehmensportfolio erfolgreicher zu steuern und sich die Auswirkungen aus diesem Grund weniger stark in dem wirtschaftlichen Ergebnis widerspiegeln.

Insgesamt sehen 11 Unternehmen(50 %) die Bindung an einen Referenzindex vor. Sechs Unternehmen (27 %) richten diesen Ausgestaltungsparameter an einem speziellen Mitbewerber- bzw. Branchenindex aus. Dazu zählen die Unternehmen

Altana, BASF, Lufthansa, Metro, RWE und Schering. Hervorzuheben ist an dieser Stelle die Lufthansa, deren zugrunde gelegter Referenzindex aus sieben europäischen Airlines besteht und die ihr individuelles Leistungsprofil dieser Branche konkret gegenüberstellt.

Als ein wesentliches Ergebnis dieser Untersuchung bleibt festzuhalten, dass sechs Unternehmen keine Bindung an einen Referenzindex vorsehen, sondern lediglich ein Renditeziel als Ausübungshürde. Zu diesen Unternehmen zählen Fresenius, Infineon, Linde, SAP, Siemens und Volkswagen.

Jeweils fünf Unternehmen (23 %) legen einen internen Benchmarking-Index bzw. einen standardisierten Referenzindex als Ausübungshürde zugrunde. In diesen Fällen gilt es insbesondere zu validieren, inwieweit ein interner Index als aussagefähiger Vergleichsmaßstab zur Beurteilung der Management-Leistung herangezogen werden kann. Grundsätzlich könnte eine Anlehnung an diese Vergleichsgrundlage geeignet sein, insbesondere für den Fall, wenn kein branchenbezogener Index existiert. Letztlich ist es von Bedeutung, dass die zugrunde gelegte Vergleichsgröße die relative Leistung des Unternehmens zum Gesamtmarkt bzw. zur -branche transparent und eindeutig widerspiegeln kann. Leider verzichten die Unternehmen darauf, die Grundlage dieser internen Benchmark-Indizes zu publizieren. Aus diesem Grund lässt sich über Qualität und Eignung dieses Vergleichsmaßstabs keine Wertung treffen.

10.8.3 Verknüpfung der Zielgrößen Renditeziel und Referenzindex

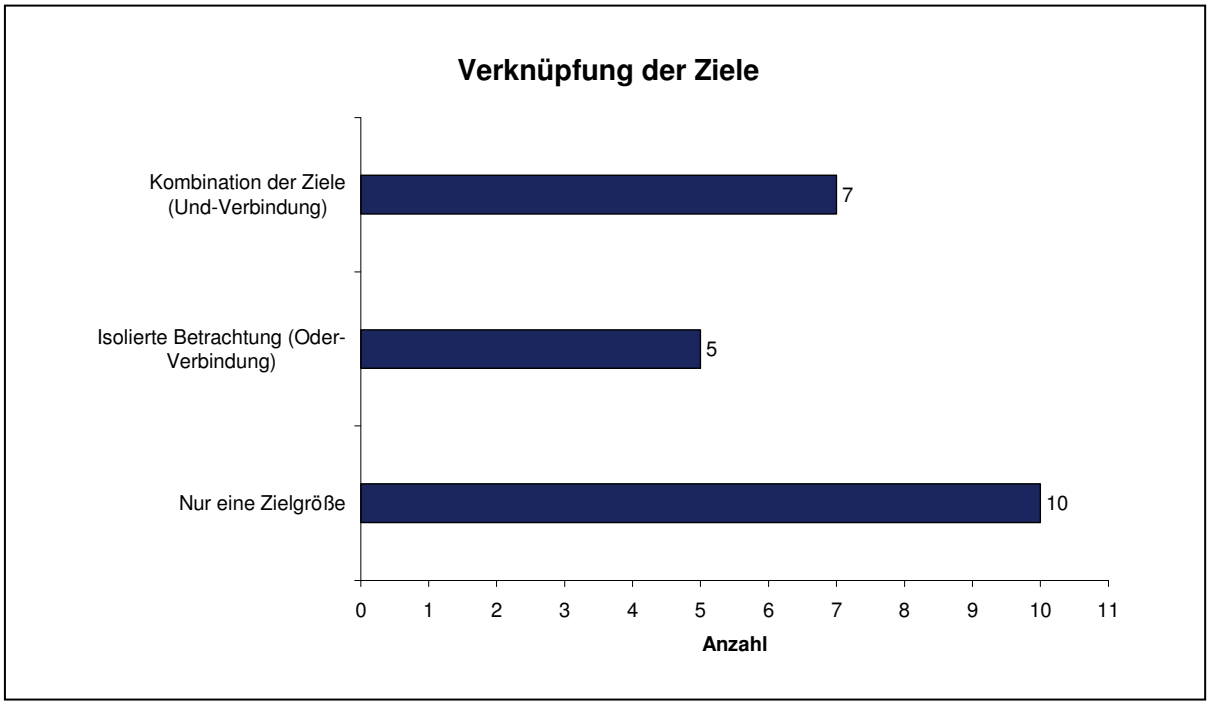


Abbildung 28: Auswertung Verknüpfung der Ziele
Quelle: Eigene Darstellung

Als wesentliches Ergebnis ist festzuhalten, dass lediglich sieben Unternehmen eine "Und-Vernetzung" der Ausübungshürden Renditeziel und Referenzindex vorsehen. In diesem Fall gilt die vereinbarte Ausübungshürde als erreicht, wenn beide Zielgößen erfüllt worden sind. Damit wird ein ausgewogenes Verhältnis in der Zieldefinition erreicht, und es wird nicht allein auf den Aktienkurs als Leistungsindikator abgestellt. Insbesondere in wachsenden Märkten bzw. bei einer allgemeinen Wirtschaftsbelebung wird das Manangement nicht ungerechfertigt für Renditesteigerungen belohnt, die unabhängig von ihren Management-Entscheidungen bzw. -qualitäten eingetreten sind (vgl. Kapitel 9.1.1.6). Um diesen Interessenkonflikt zu vermeiden, ist bei der Ausgestaltung der Pläne darauf zu achten, dass die wirtschafltiche Entwicklung des Unternehmens im Vergleich zum gewählten Index relativ positiver zu verlaufen hat. Hervorzuheben sind aus diesem Grund die Unternehmen Allianz, Bayer, Deutsche Post, E.ON, MAN, Metro und die Münchener Rück, die teilweise eine "Und-Verknüpfung" in ihren Optionsbedingungen vorsehen.

10.8.4 Laufzeitenintervall

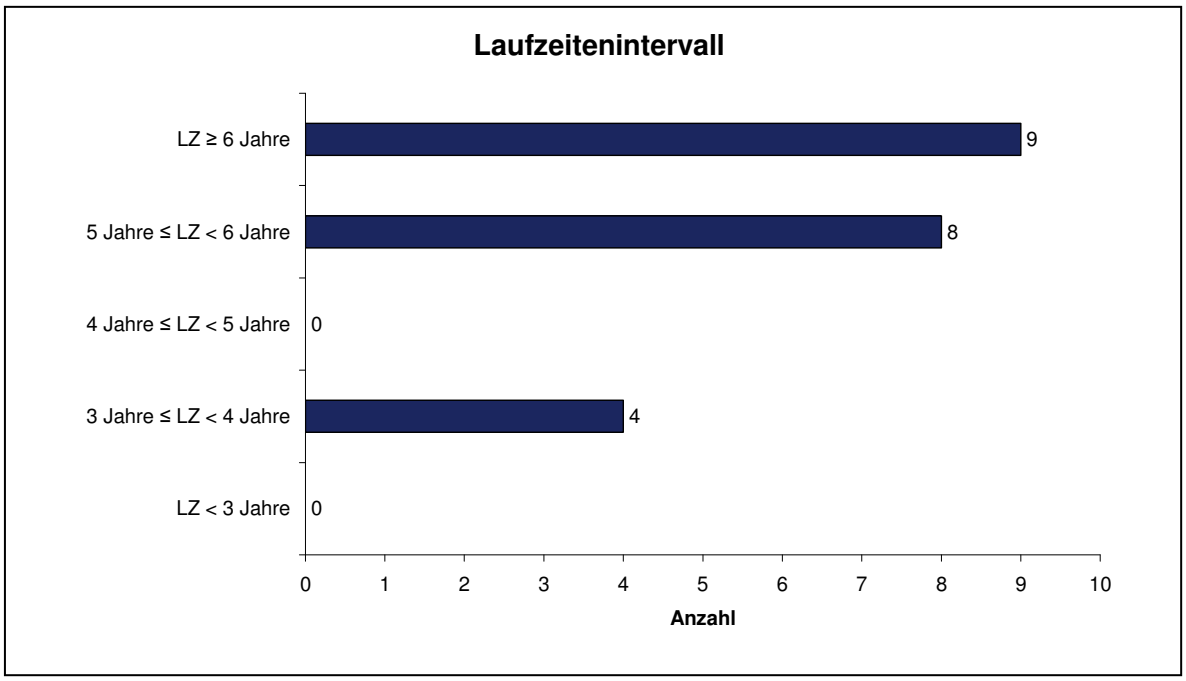


Abbildung 29: Auswertung Laufzeiten
Quelle: Eigene Darstellung

Im Rahmen der angestrebten Anreizwirkung, die mit der Einführung von Aktienoptionsplänen verbunden wird, sollen einerseits die Leistungen des Begünstigten honoriert und andererseits das Management dazu bewegt werden, eine nachhaltige und langfristige Unternehmenswertsteigerung anzustreben. Aus diesem Grund empfiehlt es sich bei der Ausgestaltung der Pläne, darauf Wert zu legen, entsprechende Laufzeiten von mindestens vier Jahren vorzusehen, um die gewünschte langfristige Anreizwirkung zu erzielen. Korrespondieren die Zielsetzungen des Managements mit denen der Share- und Stakeholder, so wäre auf diesem Wege die Basis für eine langfristige wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens geschaffen. Das setzt natürlich voraus, dass der Aufsichtsrat des Unternehmens diese strategische Ausrichtung transparent an den Vorstand kommuniziert und kontinuierlich im Rahmen seiner Kontrollfunktion überprüft. Diese erwähnte langfristige Ausrichtung ist ebenfalls im DCGK verankert.

"Die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder soll fixe und variable Bestandteile umfassen. Die variablen Vergütungsteile sollten einmalige sowie jährlich

wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten."[384]

Trotz der geforderten langfristigen Ausrichtung von Aktienoptionsplänen sehen vier Unternehmen (19 %) eine Laufzeit zwischen drei und vier Jahren (davon drei Unternehmen eine Laufzeit von drei Jahren) in ihren Optionsbedingungen vor. Aufgrund dieser Festlegung wird hier eine langfristige Ausrichtungsstrategie eindeutig in Frage gestellt, und es kann bei dieser Variante eher von einem "Mid-Term" Incentive Plan gesprochen werden, welcher in erster Linie kurz- und mittelfristige Erfolge honoriert. Diese Ausgestaltungvariante lässt sich bei der Deutschen Telekom, Metro und RWE finden.

Um den gewünschten langfristigen Charakter dieser Pläne zu realisieren, sollten Laufzeiten von mindestens fünf Jahren vorgesehen werden. 17 der untersuchten Unternehmen (82 %) tragen dem Aspekt der langfristigen Ausrichtung Rechnung und haben Laufzeiten oberhalb von fünf Jahren determiniert. Die Schwankungsbreiten liegen innerhalb dieser Gruppe zwischen fünf und zehn Jahren. Hier sind insbesondere die Pläne von BASF mit acht und Fresenius mit zehn Jahren hervorzuheben.

[384] Deutscher Corporate Governance Kodex, 4.2. Zusammensetzung und Vergütung, Unterpunkt 4.2.3, Fassung 02.06.2006

10.8.5 Sperrfristen

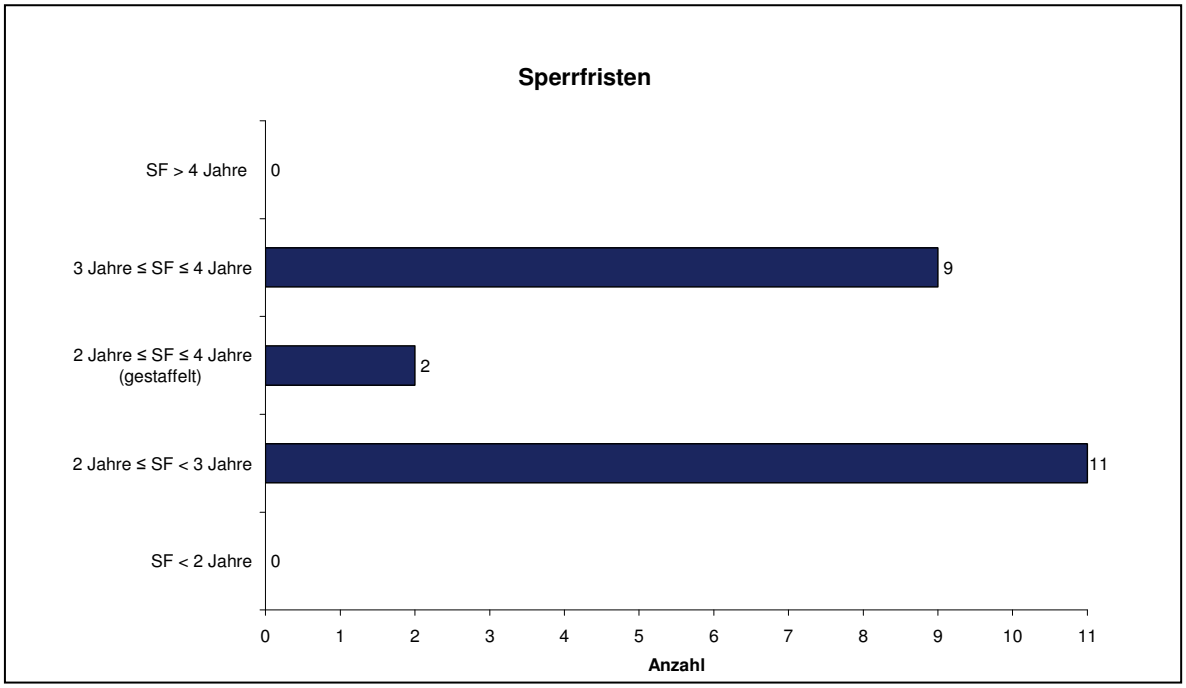


Abbildung 30: Auswertung Sperrfristen
Quelle: Eigene Darstellung

Wie in Kapitel 9.5.1 über Sperrfristen und Laufzeiten dargelegt, handelt es sich insbesondere bei den Sperrfristen um zeitlich definierte Perioden, in denen der Bezugsberechtigte nicht frei über die ihm zugeteilten Optionen verfügen kann. Diese Sperrfrist ist unabhängig von zugrunde gelegten Ausübungshürden zu sehen und dient dazu, den sofortigen Verkauf der eingeräumten Optionsrechte zu verhindern.

Gem. KonTraG ist eine Mindestsperrfrist von zwei Jahren gesetzlich vorgesehen. Aus diesem Grund verwundert es nicht, dass sich 11 Unternehmen (50 %) bei der Festlegung der Frist an dieser Vorgabe orientieren. In der Wirtschaft finden aber ebenfalls gestaffelte und längere Sperrfristen Anwendung, um die langfristige Ausrichtung zu betonen. Jeweils zwei Unternehmen (9 %) sehen eine gestaffelte Frist zwischen zwei und vier Jahren und neun Unternehmen eine Frist zwischen drei und vier Jahren vor. Keines der DAX-30-Unternehmen sieht Sperrfristen vor, die größer oder gleich vier Jahre angelegt sind. Insgesamt lässt sich feststellen, dass 11 Unternehmen (50 %) längere Laufzeiten zugrunde legen als im KonTraG vorgesehen.

10.8.6 Ausübungsfenster

Die Gewährung von Optionen ist nicht automatisch an das Recht gekoppelt, die Optionspakete zeitnah nach Zuteilung in Aktien des Unternehmens einzutauschen.

Wie im Kapitel über das Ausnutzen von Insiderwissen (9.1.1.2) erläutert, ist für die Minimierung des Manipulationsrisikos im Rahmen des Eintausches von zugeteilten Optionen in Aktien darauf zu achten, dass die Ausübung auf Basis von transparenten Maßstäben erfolgt und mit einer entsprechenden, zuvor definierten Zeitspanne versehen wird. Ziel ist u. a. die Vermeidung von Kursausschlägen nach oben, wie es als Folge von manipulativen Bekanntgaben von Unternehmensinformationen (z. B. geplanter Stellenabbau, Fusion etc.) und Insiderwisssen möglich sein könnte. In solch einem Fall kann der Bezugsberechtigte unabhängig von seiner tatsächlichen Management-Leistung durch die Erzielung eines möglichen höheren Ausübungsgewinns (Differenz Basispreis und Kurshöhe bei Eintausch) ungerechtfertigterweise monetär profitieren.

Als abschließendes Ergebnis für diesen Gesaltungsparamenter lässt sich festhalten, dass alle 22 einbezogenen Unternehmen (100 %) über eindeutige und lange Ausübungsfenster verfügen. Auch wenn damit das Ausnutzen von Insiderwissen und das Risiko von Manipulationsversuchen nicht gänzlich beseitigt werden kann, wird durch die aktuelle Ausgestaltung des Parameters die o. g. Gefahr weitestgehend entschärft.

10.8.7 Wertobergrenze (Cap)

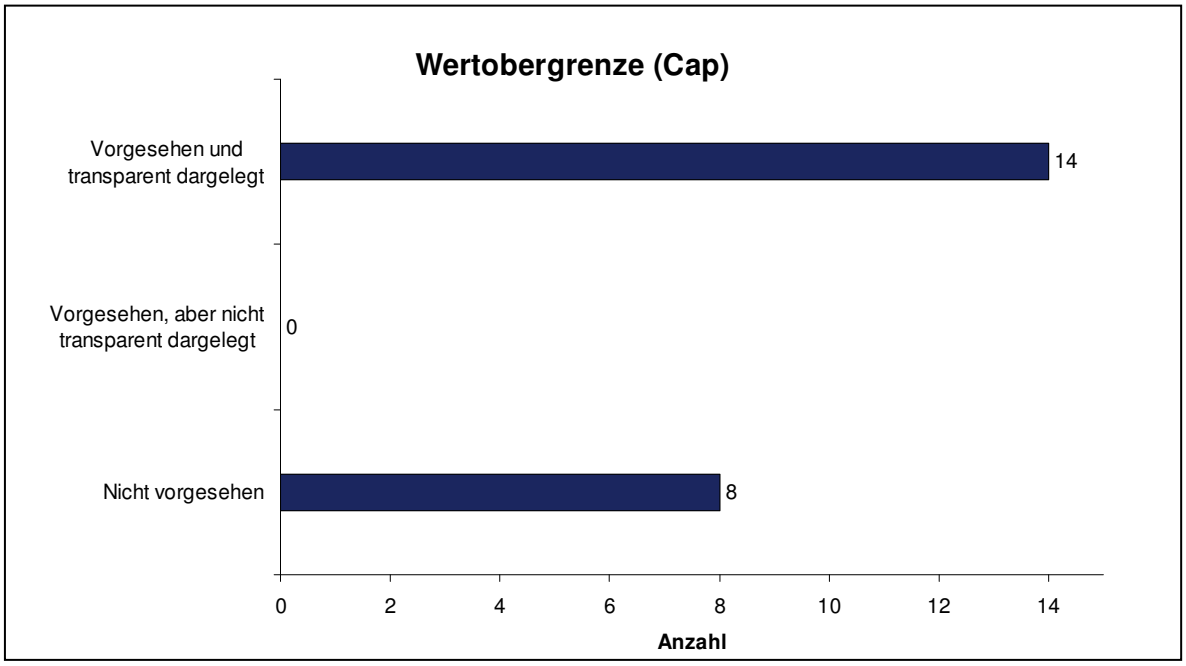


Abbildung 31: Auswertung Wertobergrenze
Quelle: Eigene Darstellung

Der DCGK sieht in seinen Empfehlungen für die Ausgestaltung der Vorstandsvergütung die Festlegung von Wertobergrenzen vor. *"Für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbaren."*[385]

Die Auswertung zu diesem Ausgestaltungsparameter führt zu dem Ergebnis, dass sich acht Unternehmen (36 %) nicht an den Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex orientieren und auf eine Wertobergrenze (Cap) für unvorhergesehene Ereignisse verzichten. In Abhängigkeit zum jeweiligen Zielerreichungsgrad der zuvor definierten Ausübungshürden läuft das Unternehmen damit Gefahr, dass durch unvorhergesehene Kursentwicklungen – und damit höheren Ausübungsgewinnen für die Berechtigten – unkalkulierbare monetäre Risiken für die Gesellschaft entstehen könnten. Da dieses Risiko nicht nur eine theoretische Eintrittswahrscheinlichkeit beinhaltet, zeigt sich insbesondere in der konkreten Berücksichtigung im DCKG. Durch die fehlende Verankerung eines Caps wird gleichzeitig impliziert, dass die verantwortlichen Kontrollorgane der

[385] Deutscher Corporate Governance Kodex, Abschnitt 4.2.3, Fassung vom 02.06.2006

Unternehmen, also die Aufsichträte, durch die Nicht-Anwendung dieser Empfehlung den DCGK missachten bzw. diesen keine Bedeutung zumessen.

Als Endergbnis bleibt grundsätzlich festzuhalten, dass 16 Unternehmen (64 %) einen Cap in ihren Optionsbedingungen vorsehen und somit den Empehlungen des Kodex Rechnung tragen.

10.8.8 Basispreisberechnung

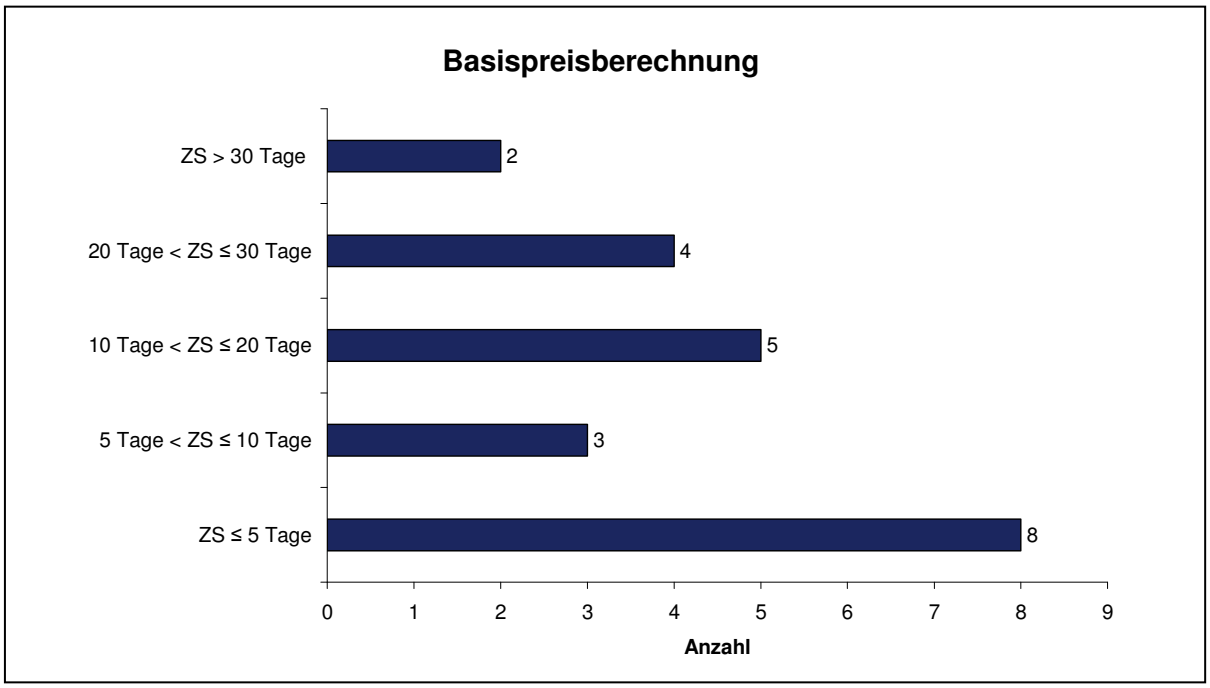


Abbildung 32: Auswertung Basispreisberechnung
Quelle: Eigene Darstellung

Der Basispreis ist der Wert, zu dem die Bezugsberechtigten des Plans die Aktien des Unternehmens erwerben können. Hierbei stellt die Differenz zwischen dem Basispreis und dem Börsenkurs zum Zeitpunkt der Optionsausübung den monetären Gewinn dar, den der Optionsinhaber im Rahmen der Optionsausübung erhalten kann (vgl. Kapitel 9.3.1).

Aus diesem Grund kommt der Methodik zur Festsetzung des Basispreises eine signifikante Bedeutung zu. Je weiter der Basispreis und der Börsenkurs auseinander klaffen, desto größer fällt der Ausübungsgewinn für den Optionsinhaber aus. Um einseitige und kurzfristige Kursschwankungen aufzufangen, empfiehlt es sich für das Unternehmen, nicht den Stichtagskurs oder eine zu kurze Zeitspanne für die Festsetzung eines Basispreises zu wählen. Zu diesen kurzfristig auf den Aktienkurs

wirkenden Ereignissen zählen z. B. Personalwechsel auf der Vorstandsebene, Fusionen etc., die zu volatilen Schwankungen führen können. Je nach Informationslage kann sich dieses negativ, aber auch positiv für den Bezugsberechtigten auswirken. Es bleibt indes festzuhalten, dass beide Entwicklungen nicht die tatsächlichen Management-Leistungen widerspiegeln.

Um diese negativen Strahlungswirkungen zu vermeiden, empfiehlt es sich, flexibel auf die Schlusskurse der letzten zehn, zwanzig oder mehr Börsenhandelstage vor der Optionsgewährung abzustellen. Je größer dieser Zeitraum gewählt wird, desto eher können zufällige Kursschwankungen geglättet werden. *"So kann zum einen der Bezugskurs auf Basis von Durchschnittskursen gewählt werden, um mögliche Stichtagseffekte zu vermeiden. Damit wird auch die Möglichkeit bergrenzt, durch das Lancieren bestimmter Nachrichten den Bezugskurs stark zu beeinflussen."*[386]

Bei der Auswertung der zugrunde gelegten Anzahl von Handelstagen für die Durchschnittskursbildung ergab sich eine auffallend große Variation zwischen den einzelnen Unternehmen. Die zeitlichen Spannen reichen von einem Tag (z. B. aktueller Kurs bei Auflage) bis 100 Tage. Auffalllend ist, dass immerhin acht Unternehmen (36 %) bei der Durchschnittskursbildung maximal fünf Handelstage als Berechnungsgrundlage ansetzen und damit mögliche unvorhergesehene Schwankungen der Kursbewegung unkritsch in Kauf nehmen. Schlusslichter bilden die Unternehmen Commerzbank, Deutsche Börse und Schering, die jeweils den Tages-Schlusskurs bei Ausgabe der Optionen vorsehen.

Positiv hervorzuheben sind bei der Berechnung zur Basispreisfestsetzung die Unternehmen Lufthansa und Metro. Hier ist der Durchschnittskurs von 100 respektive 40 Börsenhandelstagen als Grundlage vorgesehen.

[386] Winter, S. (2000), Optionspläne als Instrument wertorientierter Management-Vergütung, Frankfurt am Main, S. 244

10.8.9 Eigeninvest

Grundsätzlich wurden in der Vergangenheit Aktienoptionsprgramme zusätzlich zu den bestehenden Vergütungspaketen der Vorstände gewährt ("on top"), ohne dass eine Substituierung anderer Incentive-Programme stattfand. Diese Pläne waren durch einen rein chancenorientierten Charakter gekennzeichnet, und die berechtigten Vorstände haben bei Nichterreichen der Ausübungshürden keinen monetären Nachteil erlitten, außer dass keine zusätzliche Honoration aus diesen Programmen erfolgte.

Mittlerweile sehen elf Unternehmen (50 %) im Rahmen der in 2005 eingeführten Pläne eine Risikobeteiligung seitens der Vorstände vor. Art und monetärer Umfang der Risikobeteiligung ist bei den Unternehmen unterschiedlich ausgestaltet. U. a. wird in einigen Optionsbedingungen vorgesehen, dass die Vorstände einen Teil ihrer variablen Entgeltzahlung[387] in Aktien des Unternehmens eintauschen müssen, wie es z. B. das Programm der BASF beinhaltet.

Inwieweit die Einbeziehung von Risikobeteiligungen in den Optionsplänen dazu beitragen, dass es zu einer qualitativen Verbesserung der Management-Leistungen kommt, ist empirisch allerdings nicht belegt. Auch der DCGK hat in seinen Empfehlungen für die Vergütung der Vorstände eine entsprechende Risikobeteiligung vorgesehen. *"Die variablen Vergütungsteile sollten einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten."*[388]

Letztlich spricht für diese geforderte finanzielle Risikobeteiligung, dass das Management mit seinen Entscheidungen den wirtschaftlichen Verlauf des Unternehmens maßgeblich mitbeeinflusst und sich dieses bei möglichen Fehlentscheidungen auch negativ in seinem Vergütungspaket widerspiegeln sollte.

50 % der untersuchten Unternehmen sehen keine Risikobeteiligung vor und gewähren ihren Vorständen die aktienkursbasierte Vergütung zusätzlich zum bestehenden Vergütungspaket. Damit bleibt abschließend festzuhalten, dass analog zu der Empfehlung für die Einbeziehung einer Wertobergrenze (Cap) 11

[387] i. d. R. wird darunter der jährliche Bonus (Short-Term incentive) verstanden, der auf Basis von Zielvereinbarungen gezahlt wird

[388] Deutscher Corporate Governance Kodex, Abschnitt 4.2.3, Fassung vom 02.06.2006

Unternehmen sich nicht am DCGK orientieren bzw. die Kontrollorgane die Empfehlung missachten.

10.8.10 Bilanzierung

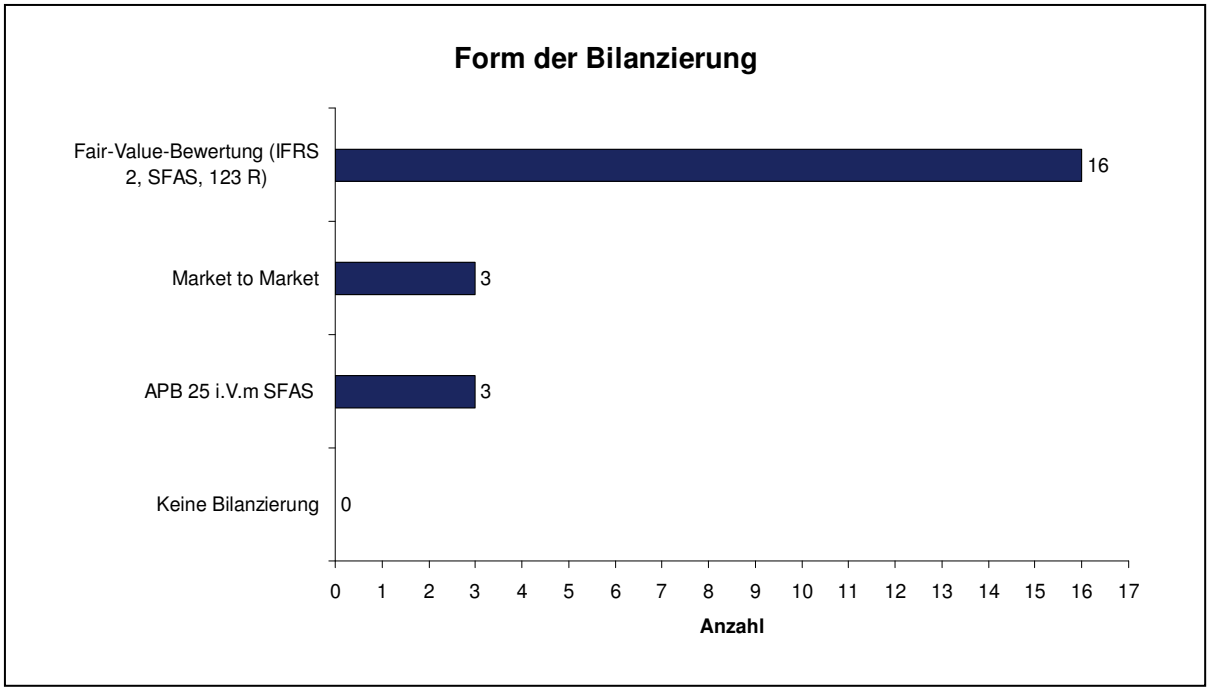


Abbildung 33: Auswertung Form der Bilanzierung
Quelle: Eigene Darstellung

Die Auswertung zeigt, dass bereits 16 Unternehmen (72 %) den ab 2007 verbindlichen Bilanzierungsstandard "Fair-Value-Bewertung" für börsennotierte Unternehmen anwenden. Hierbei wird der Personalaufwand für die jeweiligen Programme über die Sperrfrist ergebniswirksam verteilt. Lediglich drei Unternehmen verzichten zurzeit noch auf eine entsprechende gleichwertige Anwendung. Hier findet die Regel APB 25 i. V. m. SFAS Anwendung, die im Vergleich zu der o. g. Regel keine Auswirkung auf den Gewinn hat. Es bleibt aber festzuhalten, dass mit der verbindlichen Einführung einheitlicher Bilanzierungsregeln ab 2007 die börsennotierten Unternehmen die Aufwendungen aus Aktienoptionsplänen als Personalaufwand verbuchen müssen und diese somit ertragswirksam werden (vgl. Kapitel 9.1.4).

10.9 Fazit zu der Bewertung der Optionspläne von den DAX-30-Unternehmen

In der folgenden Tabelle werden die Ergebnisse der Einzelanalysen pro Ausgestaltungsparameter komprimiert dargestellt und mit einer Gesamtbewertung versehen. Die nummerische Gesamtbewertung erfolgte auf Basis eines gewichteten Mittelwerts. Die in der Spalte "Gesamtnote" aufgeführte Bewertung ist dabei nicht wie ein quantitatives Messergebnis zu interpretieren, sondern soll vor allem eine qualitative Tendenz und mögliche Optimierungspotenziale aufzeigen. Unternehmen mit einer gleichen Bewertung wurden in der Tabelle alphabetisch angeordnet. Eine detaillierte Ergebnisaufbereitung mit zusätzlichen inhaltlichen Informationen über die Ausgestaltung der zugrunde gelegten Parameter erfolgt im anschließenden Kapitel 10.

Nr.	Unternehmen	Rendite-ziele	Referenz-index	Verknüpfung der Zielgrößen	Lauf-zeiten	Sperr-fristen	Ausübungs-fenster	Cap	Basispreis-berechnung	Eigen-invest	Bilan-zierung	Gesamt-bewertung	Gesamtnote (Gewichteter Mittelwert)
1	Bayer												1,7
2	Metro												2,0
3	BASF												2,1
4	Commerzbank												2,1
5	Deutsche Post												2,1
6	Deutsche Telekom												2,2
7	E.ON												2,3
8	Allianz												2,4
9	Schering												2,4
10	Altana												2,5
11	Lufthansa												2,5
12	RWE												2,5
13	Münchener Rück												2,6
14	MAN												2,7
15	Continental												2,8
16	Deutsche Börse												3,3
17	Volkswagen												3,3
18	Fresenius												3,6
19	SAP												3,7
20	Linde												3,8
21	Infineon												3,9
22	Siemens												3,9
23	Adidas-Salomon	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
24	BMW	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
25	DaimlerChrysler	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
26	Deutsche Bank	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
27	Henkel	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
28	HypoVereinsbank	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
29	Thyssen Krupp	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
30	TUI	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–

Tabelle 12: Übersicht Gesamtbewertung
Quelle: Eigene Darstellung

Als abschließendes Ergebnis lässt sich festhalten, dass grundsätzlich jedes Optionsprogramm Optimierungspotenziale in den jeweiligen Ausgestaltungsparametern aufweist. Dieses trifft insbesondere auf die Definition der Leistungserwartungen für das geforderte Renditeziel und auf den zugrunde gelegten Referenzindex zu. Durch ambitionierte und realistische Zielvorgaben soll das Management für seine gezeigte Leistung honoriert werden und nicht für eine "Normalleistung“, die im Zweifel bereits mit dem Grundgehalt abgegolten ist. Als Fazit für die durchgeführte Analyse bleibt festzuhalten:

- Erst durch eine erlassene Gesetzgebung zur Veröffentlichung der individualisierten Vorstandsgehälter erklären sich die Gesellschaften dazu bereit, diese Angaben in ihren Geschäftsberichten für das Jahr 2007 aufzunehmen. Eine freiwillige Darlegung der Vergütungshöhen und -strukturen ist zuvor nur Einzelfällen erfolgt. Diese Publikationen sind letztlich nur das Ergebnis der kritischen Diskussion über das Thema Corporate Governance und Vorstandsvergütung.
- Die Entwicklung der monetären Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden von 2004 auf 2005 im Verhältnis zur Aktienkursentwicklung zeigt keinen eindeutig korrespondierenden Verlauf auf. Trotz sinkender bzw. mäßig gestiegener Aktienkurse haben sich die Vergütungen bis in den hohen zweistelligen Prozentbereich erhöht.
- Die Auswertung zu den Optionsprogrammen zeigt, dass nur die Deutsche Telekom mit einer geforderten 30-prozentigen Kurssteigerung in drei Jahren der Laufzeit die "Messlatte" für diesen Parameter im Vergleich zu den übrigen Gesellschaften ambitioniert festgelegt hat. Besonders kritisch bleibt hier festzuhalten, dass die Mehrheit der Unternehmen unterdurchschnittliche Performance-Erwartungen für die Renditesteigerungen ihrer Aktien aufweist.
- Ein positiveres Bild ergibt sich bei dem zugrunde gelegten Referenzindex als Vergleichsmaßstab für die branchenbezogene wirtschaftliche Entwicklung. Grundsätzlich lassen sich die gewählten Referenzindizes als geeignet einstufen. Insbesondere ist der gewählte Index der Lufthansa hervorzuheben, der sich aus sieben ausgewählten Luftfahrtgesellschaften zusammengesetzt. Es bleibt aber kritisch festzuhalten, dass sechs

Unternehmen keinen Referenzindex und fünf Unternehmen lediglich interne Benchmarking-Indizes zugrunde legen.

- Des Weiteren bleibt festzuhalten, dass in diesem Zusammenhang das Erzielen einer gewünschten Anreizwirkung auf Basis von realistischen Zielgrößen zu erfolgen hat, die auch tatsächlich seitens des Managements zu erfüllen sind. Ansonsten besteht das latente Risiko, dass nicht zu erfüllende Zielvorgaben demotivierend auf das Management und sich folgewirksam negativ auf das Leistungsverhalten der berechtigten Personen auswirken könnten.
- Schlussendlich sind, wie in den vorangegangenen Kapiteln bereits eingehend erläutert, weitere Verbesserungen bei den einzelnen Optionsprogrammen notwendig. Dazu zählt insbesondere eine "Und-Verbindung" der zu erfüllenden Ausübungshürden Renditeziele und Referenzindex sowie die Berücksichtigung eines Caps, wie im DCGK bereits gefordert.
- Letztlich dürfte die Berücksichtigung eines Eigeninvests der Berechtigten ebenfalls als eine adäquate Risikobeteiligung eingestuft werden.

Eine unternehmensspezifische Ausgestaltung der Programme unter den in diesem Kapitel genannten Rahmenbedingungen setzt allerdings voraus, das der Aufsichtsrat – als Kontrollorgan der Aktiengesellschaft – der ihm übertragenen Funktion und Verantwortung auch gerecht wird und entsprechend eine aktive Rolle bei der Programmgestaltung einnimmt. Dieser Punkt gewinnt insofern an Bedeutung, da die Höhe und Struktur der Management-Vergütung nach wie vor im Fokus der Finanzaufsicht steht und nachhaltig gegen das Ausnutzen von Insiderwissen und Manipulationsversuchen vorgegangen wird.[389]

[389] Vgl. o. V. (2006), Finanzaufsicht, Manager-Gehälter im Visier, in: spiegel.de, 14.07.2006

11 Empirische Studie II: Fragebogenerhebung über Mitarbeiterbeteiligungsprogramme bei den DAX-30-Unternehmen

11.1 Konzeption und Zielsetzung der Studie

Die vorliegende empirische Studie verfolgt das Ziel, einen Überblick über die bei den DAX-30-Unternehmen praktizierten Modelle zur Erfolgs- und Kapitalbeteiligung und die damit einhergehenden Zielsetzungen zu liefern.

Zur Erfassung der gewünschten Informationen diente ein strukturierter Fragebogen, der in fünf Kapitel zu unterschiedlichen Fragestellungen unterteilt ist. Dieser Fragebogen wurde den Unternehmen zusammen mit einem Begleitschreiben im Frühjahr 2002 postalisch zugestellt. Um eine möglichst hohe Teilnahmequote zu erhalten, wurden alle Unternehmen unmittelbar nach der Versendung des Briefs noch einmal telefonisch kontaktiert.

Der Fragebogen umfasst fünf Kapitel, wobei die Fragen im Multiple-Choice-Verfahren gestellt worden sind, um den zeitlichen Aufwand für das Ausfüllen seitens der Unternehmen möglichst gering zu halten. Die einzelnen Kapitel gliedern sich wie folgt: In Kapitel A wurde der Verbreitungsgrad grundlegender Modelle unabhängig von Funktion und Hierarchie-Ebene erfragt, um anschließend in Kapitel C eine Differenzierung dieser Modelle auf die einzelnen Mitarbeitergruppen vorzunehmen. Für eine Zuordnung der Modelle auf Mitarbeitergruppen wurde auf die folgende vereinfachte Clusterung zurückgegriffen:

Hierarchie-Ebenen	Zuordnung
a) Top-Management	- Vorstand, Geschäftsführung (1.Ebene),
b) Obere Führungsebene	- Bereichsdirektoren/-leiter (2. Ebene)
c) Mittlere Führungsebene	- z. B. Abteilungleiter (3. Ebene)
d) Untere Führungsebene	- z. B. Gruppenleiter, Projektleiter (4.Ebene)
e) Übrige Mitarbeiter	- kfm./techn. Angestellte, gewerbliche Mitarbeiter

Tabelle 13: Funktionsclusterung
Quelle: Eigene Darstellung

Des Weiteren wurden in Kapitel B die Zielsetzungen erfragt, die mit der Einführung der jeweiligen Programme einhergingen, um neben quantitativen Aspekten aus den Kapiteln A und D qualitative Aussagen zu erhalten. Eine Differenzierung fand über die Clusterung von verhaltensbezogenen, finanzwirtschaftlichen und sonstigen

Zielsetzungen statt. In Kapitel C wurden grundlegende Fragen zum Thema Personalmanagement und Vergütungsgestaltung gestellt, um zu den jeweiligen Beteiligungsprogrammen ebenfalls qualitative Informationen über spezifische Ausgestaltungen, Strukturelemente sowie Zielgruppen und den Aspekt der Kommunikation zu generieren. Kapitel D gliedert sich nach der Wichtigkeit der relevanten Programme und den jeweiligen Leistungsindikatoren und behandelt als weiteren Teilaspekt die Bedeutung der Aufsichtsratsvergütung für das Unternehmen. Die folgende Darstellung zeigt noch einmal die Gliederung zu den vorabgestellten Erläuterungen des Fragebogens.

A. Arten der Beteiligungsprogramme in Ihrem Unternehmen

B. Ziele der Beteiligungsprogramme in Ihrem Unternehmen

- B1: Verhaltensbezogene Zielsetzungen
- B2: Finanzwirtschaftliche Zielsetzungen
- B3: Sonstige Zielsetzungen

C. Grundlegende Fragen zu Personalmanagement und Vergütungsgestaltung

- C1: Vergütungsmanagement allgemein
- C2: Personalmanagement
- C3: Zielgruppen von Beteiligungsprogrammen
- C4: Interner Kommunikationsprozess

D. Beteiligungsmodelle differenziert nach Hierarchie-Ebenen in Ihrem Unternehmen

E. Angaben zum Unternehmen

11.2 Teilnehmerportfolio

Insgesamt haben sich 50 % der DAX-30-Unternehmen an dieser vorliegenden Studie beteiligt. Die nachfolgende Auflistung gibt einen namentlichen Überblick des Teilnehmerportfolios:

1. Adidas-Salomon AG	9. MAN AG
2. Bayer AG	10. Infineon Technologies AG
3. DaimlerChrylser AG	11. Karstadt Quelle AG
4. Degussa AG	12. RWE AG
5. E.ON AG	13. SAP AG
6. Fresenius AG	14. Deutsche Lufthansa AG
7. HypoVereinsbank AG	15. Schering AG
8. Deutsche Telekom AG	

Tabelle 14: Teilnehmerübersicht
Quelle: Eigene Darstellung

Aufbauend auf diesen Informationen ergibt sich folgende absolute Branchenverteilung:

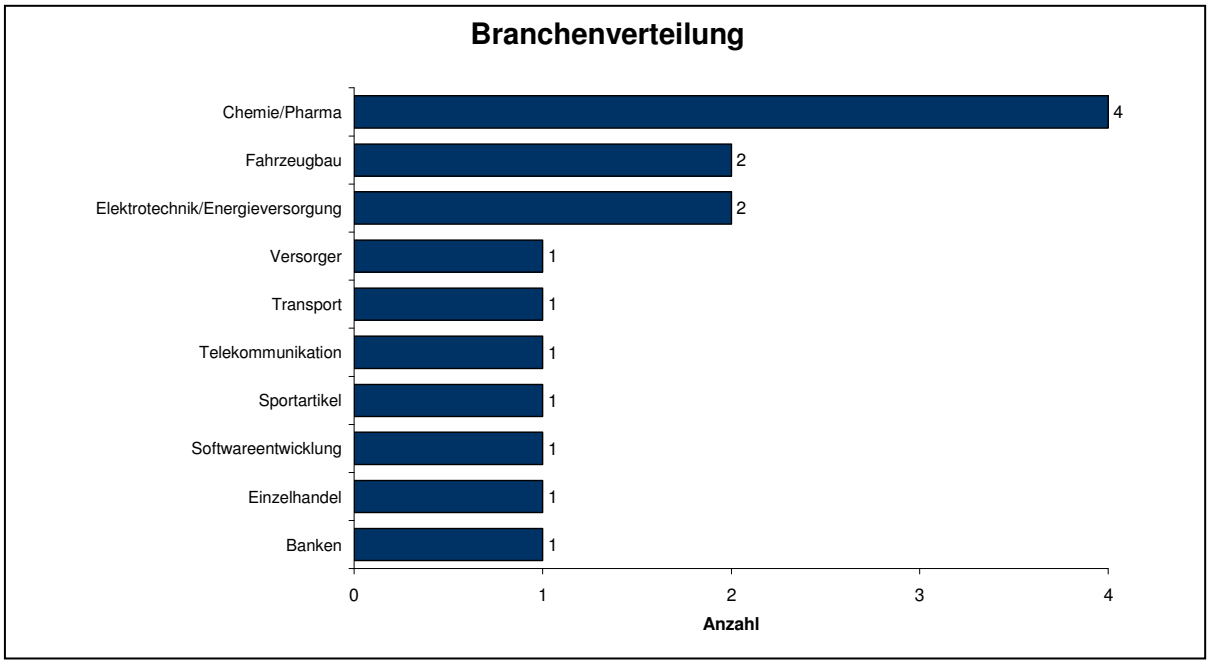


Abbildung 34: Übersicht Branchenverteilung
Quelle: Eigene Darstellung

Der Industriezweig Chemie/Pharma ist mit einer Teilnehmerquote von 26,67 % am stärksten vertreten, gefolgt von den Zweigen Fahrzeugbau und Elektrotechnik/Energieversorgung mit jeweils 13 %.

11.3 Interpretation der Ergebnisse

11.3.1 Formen der Beteiligungsprogramme

<u>Frage:</u> Inwieweit finden folgende Formen von MAB-Programmen in Ihrem Unternehmen Anwendung? Bitte kreuzen Sie jeweils das zutreffende Kästchen an. Die Wahlmöglichkeit a. bezieht sich auf die so genannte leistungsorientierte Vergütung (z. B. Erfolgsbeteiligung auf Basis von Zielvereinbarungen etc.). Die Wahlmöglichkeiten b.–f. beziehen sich auf Kapitalbeteiligungen.

In Kapitel 4, das sich mit ausgewählten Beteiligungsformen beschäftigt, wird im Wesentlichen zwischen der Erfolgs- und der Kapitalbeteiligung differenziert. Um eine stringente Terminologie bei der Auswertung des Fragebogens zu gewährleisten, findet diese Differenzierung ebenfalls Anwendung auf die Frage 1 zu den praktizierten Beteiligungsmodellen in Kapitel A des Fragebogens. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass auf eine weitere Differenzierung von Beteiligungsprogrammen in Abhängigkeit zum etwaigen Hierarchie-Level in diesem Fragebogen-Kapitel bewusst verzichtet wird, um in einer ersten Stufe zunächst grundlegende Informationen über praktizierte Modelle zu erhalten Detaillierte Auswertungen nach Management- bzw. Mitarbeiter-Level erfolgen in Kapitel 10.4.4.1.

11.3.1.1 Leistungsorientierte Vergütung (Erfolgsbeteiligung)

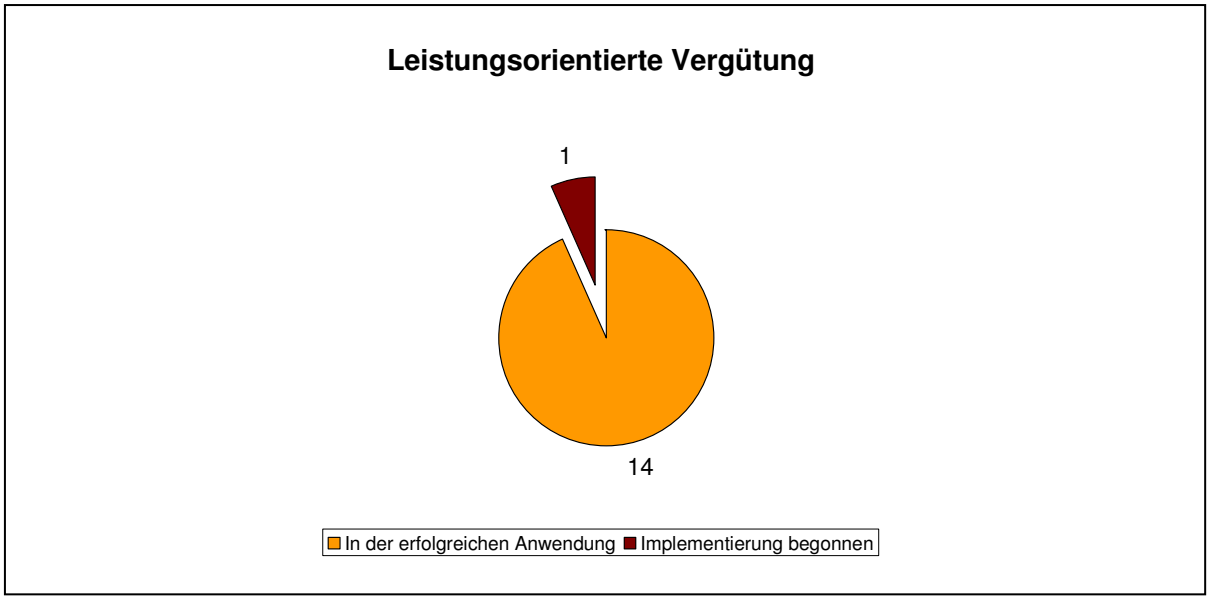


Abbildung 35: Auswertung Implementierungsquote leistungsorientierte Vergütung
Quelle: Eigene Darstellung

Die Auswertung zeigt, dass der klassischen Vergütungskomponente Erfolgsbeteiligung mit einer Implementierungsquote von 100 % eine signifikante Bedeutung zuzumessen ist. Ohne auf die oben erwähnten Hierarchie-Level abzustellen, zeigt die Auswertung, dass 93 % der befragten Unternehmen ihren Mitarbeitern eine Erfolgsbeteiligung gewähren. 7 % der befragten Unternehmen gaben an, dass sie sich zurzeit in der Implementierungsphase für ein derartiges Beteiligungssystem befänden. Das Führen mit Zielen ist somit als ein integraler Baustein der Vergütungssystematik einzustufen. Die relevanten Zielkriterien als Grundlage für Erfolgsbeteiligungen und als Indikator für die Leistungsmessung werden in Kapitel 11.4.4.2.1 dargestellt. Der Verbreitungsgrad dieser Beteiligungsform sagt allerdings nichts über die Qualität und Ausgestaltung der eingesetzten Programme aus. Der gesamte Prozess

- der Zieldefinition in Abhängigkeit zur verfolgten Business- und Geschäftsfeldstrategie,
- der Zielvereinbarungsprozess mit den relevanten Mitarbeitern,
- die Messung der Mitarbeiterleistung und
- die Kommunikation der Programme an die Mitarbeiter

sind von entscheidender Bedeutung für die effektive sowie von beiden Seiten akzeptierte Umsetzung der Beteiligung. Eine Auswertung der qualitativen Aspekte dieses Prozesses war im Rahmen der Studie nicht möglich und nicht vorgesehen.

Neben der klassischen Erfolgsbeteiligung wurden in dieser Abfrage folgende mögliche Formen der Kapitalbeteiligung aufgenommen:

- Arbeitnehmerdarlehen
- Genussscheine
- Stille Beteiligung
- Belegschaftsaktien
- Aktienoptionen

11.3.1.2 Arbeitnehmerdarlehen

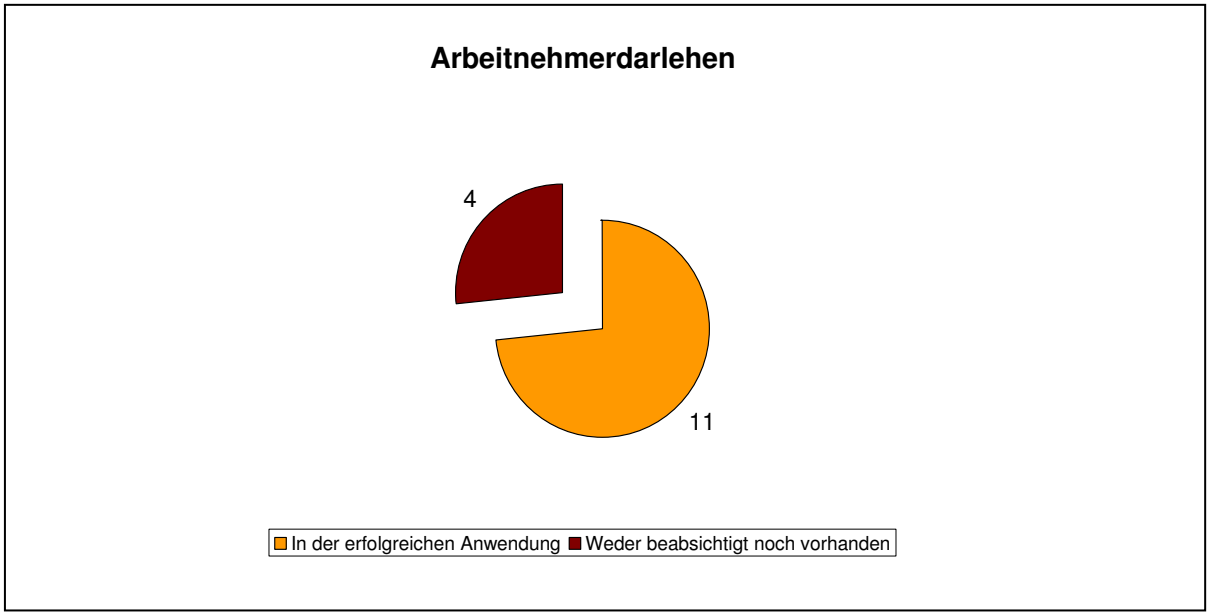


Abbildung 36: Auswertung Implementierungsquote Arbeitnehmerdarlehen
Quelle: Eigene Darstellung

Das Arbeitnehmerdarlehen als eine Form der (Fremd)-Kapitalbeteiligung weist mit 73 % bei den teilnehmenden DAX-30-Unternehmen einen hohen Verbreitungsgrad auf. Bei einem Mitarbeiterdarlehen räumt der Arbeitnehmer dem Arbeitgeber ein Darlehen ein, wobei die relevanten Rechtsgrundlagen in den §§ 607 ff. BGB geregelt sind. Die hohe Implementierungsquote liegt in der relativ unkomplizierten Umsetzung der Programme für die Unternehmen. Des Weiteren können die vertraglich geregelten Zinszahlungen als abzugsfähige Betriebsausgaben geltend gemacht

werden, um damit den steuerpflichtigen Gewinn des Unternehmens zu mindern. Für die Mitarbeiter ist diese Form der Beteiligung transparent nachzuvollziehen und die zu erwartenden Zinszahlungen sind leicht einzuschätzen. Für den Fall einer durchgeführten Insolvenzsicherung stellt sie darüber hinaus eine sichere Beteiligungsform dar.

- Der Abschluss von Darlehensverträgen ist an keine bestimmte Rechtsform des Unternehmens gebunden.
- Die Vertragsvereinbarungen sind unkompliziert und mit wenig Aufwand zu erarbeiten.
- Mitarbeiter-Darlehen sind eine relativ unverbindliche Form der Kapitalbeteiligung und eignen sich vor allem für eine "Einstiegslösung".
- Mitarbeiterdarlehen ermöglichen einen zusätzlichen Liquiditätseffekt.[390]

Aus Unternehmenssicht zeichnet sich diese Beteiligungsform neben dem geringen Administrationsaufwand noch dadurch aus, dass die Einführung nicht mit der Gewährung von Gesellschaftsrechten für die teilnehmenden Mitarbeiter verbunden ist, sondern lediglich Anspruch auf die vertraglich zugesicherten monetären Zinszahlungen besteht. Lediglich 27 % der befragten Unternehmen beabsichtigten keine Einführung von Arbeitnehmerdarlehen.

[390] Schneider, H.-J., Zander, E. (1993), Erfolgs- und Kapitalbeteiligung, 4. aktualisierte Aufl., Freiburg im Breisgau, S. 144

11.3.1.3 Genussscheine

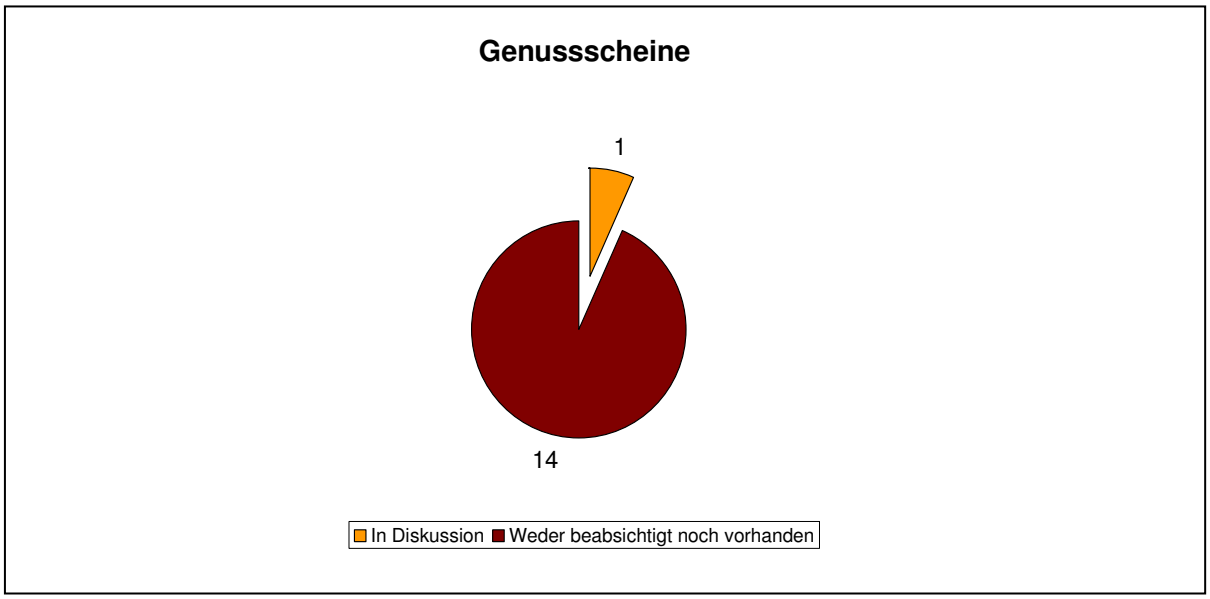


Abbildung 37: Auswertung Implementierungsquote Genussscheine
Quelle: Eigene Darstellung

Bei dem Portfolio möglicher Beteiligungsformen kommt den Genussscheinen bei der hier vorliegenden Studie keine signifikante Bedeutung zu. Genussscheine gewähren hierbei den Mitarbeitern einen schuldrechtlichen Anspruch an der Gesellschaft ohne Mitgliedschafts- oder Stimmrechte. Meistens ist dieser Anspruch mit Haftung und Verlustbeteiligung kombiniert. Als Bezugsbasis eignen sich verschiedene Größen des betrieblichen Rechnungswesens wie beispielsweise Jahresüberschuss, Eigenkapitalrendite oder EVA®.

Obwohl diese Form analog zum Arbeitnehmerdarlehen durch geringe gesetzliche Bestimmungen einen breiten Spielraum für die unternehmensspezifische Ausgestaltung bietet, gaben 93 % der befragten Unternehmen an, dass diese Form der MAB aktuell und auch in der Zukunft keinen wichtigen Bestandteil in der betrieblichen Vergütungspolitik einnehmen wird. Selbst der Vorzug, dass Zahlungen aus Genussrechten eine den Gewinn mindernde Betriebsausgabe darstellen und die Anwendung unabhängig von der Rechtsform erfolgen kann, bewegt die Unternehmen nicht dazu, dieses Beteiligungsinstrument verstärkt in der Praxis umzusetzen.

11.3.1.4 Stille Beteiligung

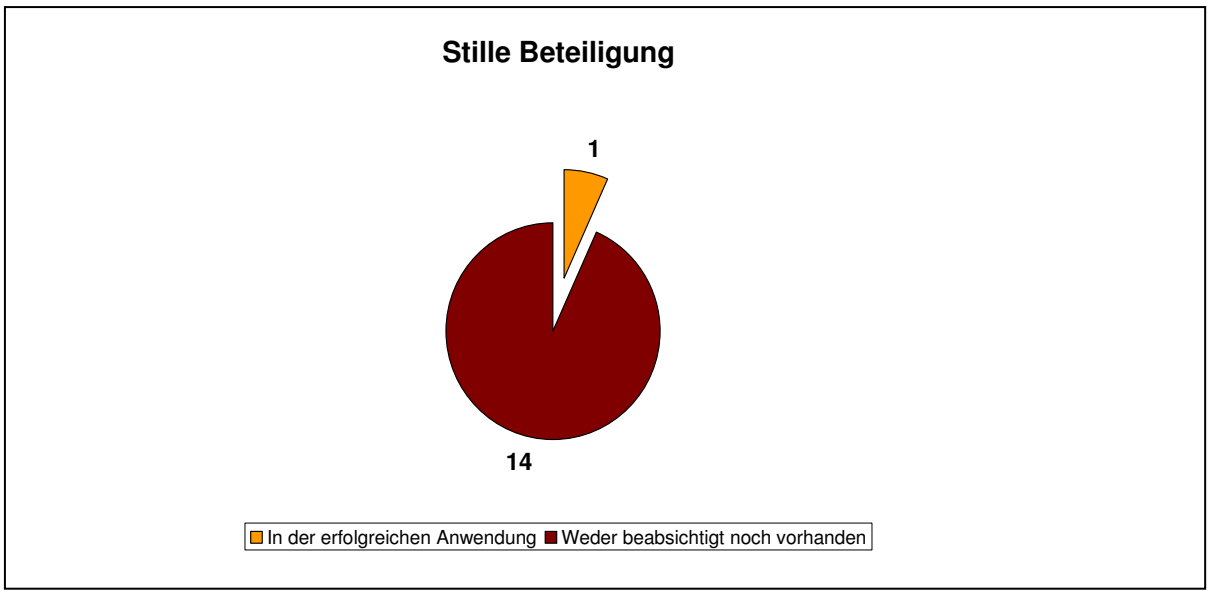


Abbildung 38: Auswertung Implementierungsquote Stille Beteiligung
Quelle: Eigene Darstellung

Eine vergleichbare Situation lässt sich bei der stillen Beteiligung vorfinden. Bei dieser Form leistet der Mitarbeiter eine Einlage, die in das Vermögen der Gesellschaft übergeht. Die Beteiligung kann typisch (keine Teilhabe an der Geschäftsführung und am Geschäftsvermögen) oder atypisch (Mitunternehmerinitiative und Mitunternehmerrisiko) ausgestaltet werden. Lediglich 7 % der Unternehmen verfügen über eine MAB auf Basis von stillen Beteiligungen. Der geringe Verbreitungsgrad liegt offensichtlich auch darin begründet, dass der Mitarbeiter als stiller Gesellschafter neben einer Gewinnbeteiligung auch geringfügige Mitgliedschafts- und Kontrollrechte (z. B. Einsichtnahme der Bücher und Papiere sowie die Überprüfung des Jahresabschlusses) erhält. In diesem Zusammenhang wird eine respektive Zurückhaltung der Unternehmen deutlich, sich nicht in die "Karten schauen" zu lassen, auch wenn analog zu den Genussrechten die Gewinnanteile auf stille Beteiligungen steuerlich gesehen Betriebsausgaben darstellen und somit den zu versteuernden Gewinn senken. Aus diesem Grund lässt sich diese Beteiligungsform überwiegend bei kleinen und mittelständischen Firmen finden, da betriebswirtschaftlich das stille Kapital dem Eigenkapital zugerechnet wird, wenn es am Verlust teilnimmt und dem Unternehmen langfristig zur Verfügung steht. Hier überwiegt insbesondere der Vorteil, dass damit die Kreditlinie des Unternehmens verbessert werden kann, welches bei kapitalstarken Unternehmen aus dem DAX 30

eher eine untergeordnete Rolle als Zielsetzung für die Einführung eines derartigen Beteiligungsinstruments spielen wird.

11.3.1.5 Belegschaftsaktien

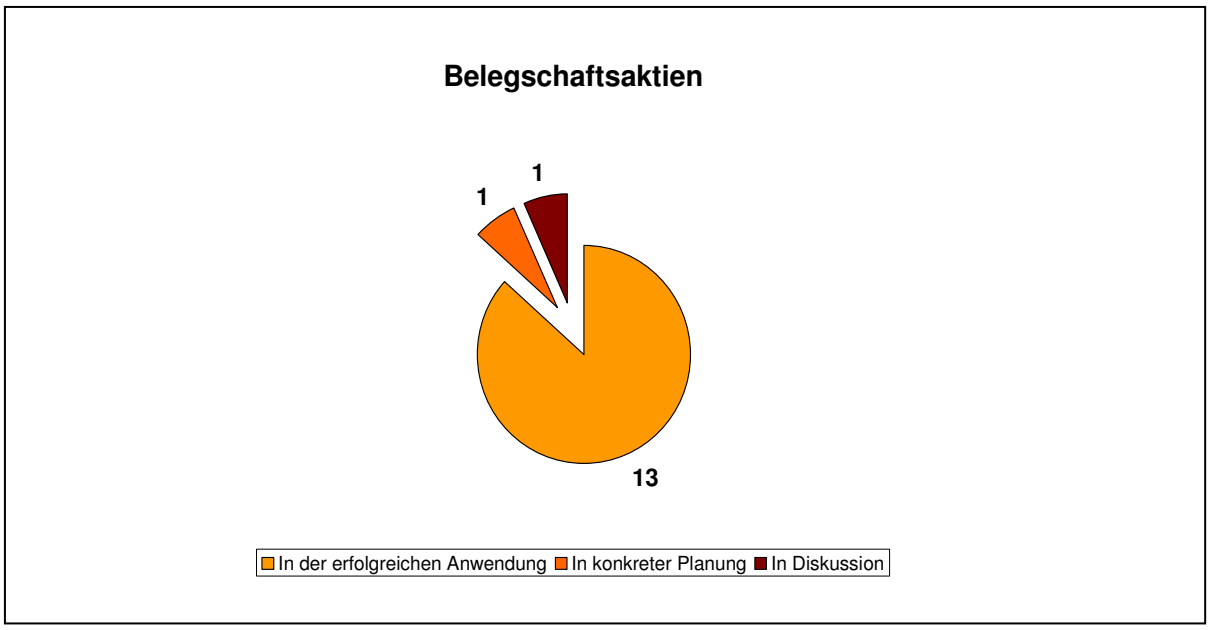


Abbildung 39: Auswertung Implementierungsquote Belegschaftsaktie
Quelle: Eigene Darstellung

Die Auswertung zeigt, dass in der Gruppe der DAX-30-Unternehmen die Beteiligungsinstrumente Belegschaftsaktie und Aktienoptionen das wichtigste Vergütungsinstrument im Rahmen der betrieblichen Gehaltspolitik darstellen.

Bei einem Belegschaftsaktienprogramm erhalten die Begünstigten die Möglichkeit, Aktien des arbeitgebenden Unternehmens i. d. R. zu vergünstigten Bezugsbedingungen zu erwerben. Häufig dürfen dabei diese Anteile innerhalb einer Sperrfrist nicht veräußert werden. Diese Programme werden schon seit vielen Jahren erfolgreich umgesetzt, wobei es meist große börsennotierte Unternehmen sind, die ihren Mitarbeitern diese Möglichkeit bieten, Aktien zu vergünstigten Bedingungen zu erwerben. Diese Form der Beteiligung zeichnet sich insbesondere durch die folgenden zentralen Gestaltungsmerkmale aus:

- weiter Kreis von Arbeitnehmern einschließlich Führungskräften als Begünstigte
- Vereinbarung eines Vorkaufsrechts des Unternehmens bei Beendigung des Dienstverhältnisses zulässig

- Leistungs- und Performance-Kriterien können z. B. bei der Anzahl der beziehbaren Aktien oder dem Erwerbskreis berücksichtigt werden

100 % der befragten Unternehmen beschäftigten sich wie folgt mit der Beteiligungsform Belegschaftsaktie:

- 87 % der Unternehmen verfügen bereits über aktuelle Programme
- 13 % der Unternehmen befinden sich in der Phase der konkreten Planung
- bzw. haben diese Form der MAB thematisiert

Damit stellt diese Form der Kapitalbeteiligung einen wichtigen Teilaspekt in der Vergütungspolitik der Unternehmen dar. Die Unternehmen verfügen mit dieser Form der Beteiligung über ein geeignetes Instrumentarium, um insbesondere die breite Belegschaft am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens partizipieren zu lassen.

11.3.1.6 Aktienoptionen

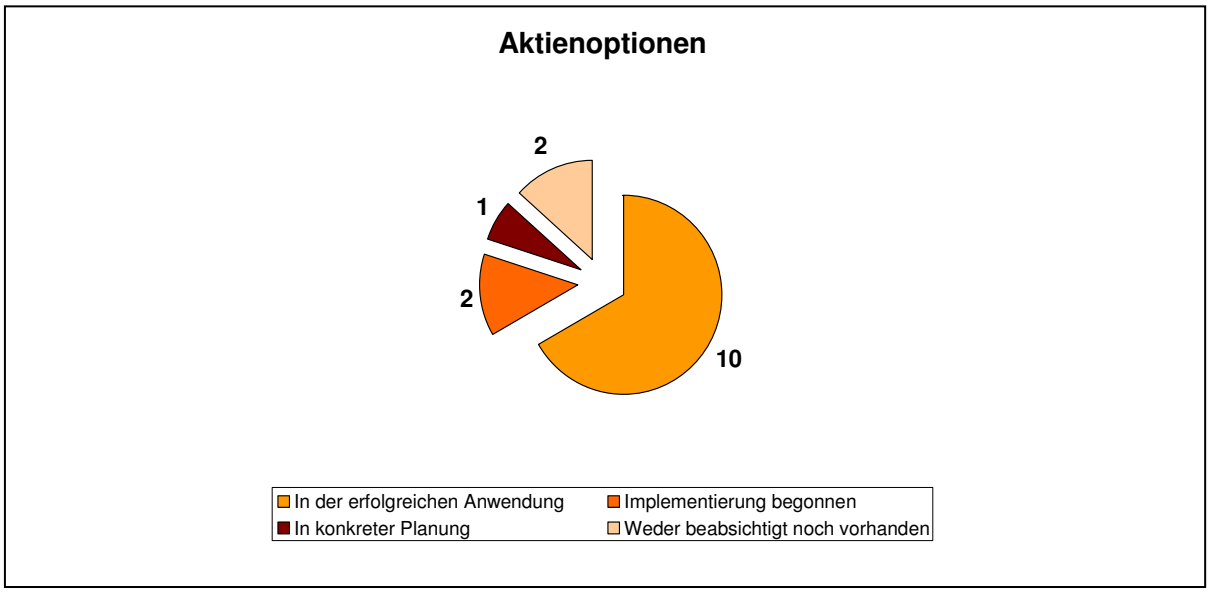


Abbildung 40: Auswertung Implementierungsquote Aktienoptionen
Quelle: Eigene Darstellung

Die Gewährung von Aktienoptionen nimmt mit 67 % Verbreitungsgrad ebenfalls einen hohen Anteil ein. Lediglich 13 % der Unternehmen gaben an, sich mit diesem Thema nicht zu beschäftigen. Aktienoptionen stellen das Recht zum Erwerb einer bestimmten Anzahl von Aktien der Unternehmung während eines bestimmten Zeitraums zu einem vorab festgelegten Bezugspreis dar. Die Ausübung der Optionsrechte unterliegt i. d. R. einer Sperrfrist. Diese Form der Beteiligung zeichnet sich durch folgende zentrale Gestaltungsmerkmale aus:

- Vorstand der Gesellschaft und obere Führungskräfte als Begünstigte üblich; Einbeziehung weiterer Mitarbeiter möglich
- Bereitstellung des erforderlichen Aktienkapitals über bedingte Kapitalerhöhung oder Rückkauf eigener Aktien
- Einführung von Performance-Hürden (z. B. Indexierung) zur Vermeidung von "Windfall-Profits/Windfall-Losses"
- Sperrfrist für die Ausübung der Optionen beträgt mindestens zwei Jahre

Die hohe Implementierungsquote zeigt, dass diesem Vergütungsinstrument eine hohe Bedeutung zuzumessen ist. Die wesentlichen Vorzüge sind in der Partizipation an der Steigerung des Unternehmenswerts bei entsprechender Kurssteigerung und

in einem begrenzten Verlust bei schlechter Performance (Verzicht auf Optionsausübung) zu sehen. Des Weiteren besteht für die Beteiligten nur eine geringe Kapitalbindung, da der Einsatz von Liquidität erst zum Zeitpunkt der Optionsausübung erfolgt.

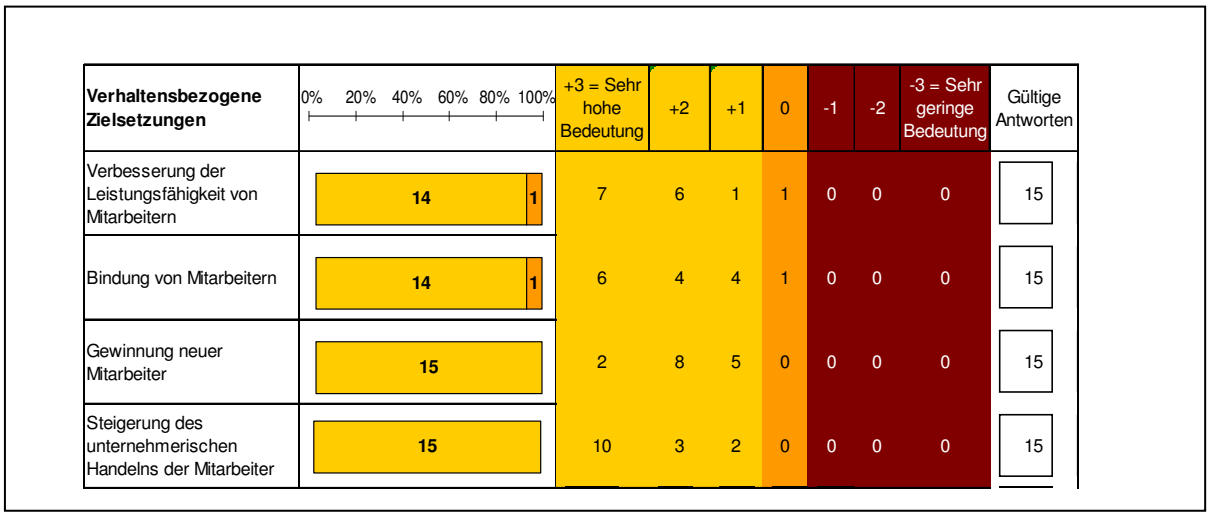
Diesen Vorzügen stehen allerdings signifikante, kritische Sichtweisen gegenüber, die im Hauptteil der vorliegenden Dissertation zur Bewertung von Aktienoptionen als Vergütungsinstrument aufgezeigt werden und die die Notwendigkeit implizieren, sich intensiv mit der praktischen Umsetzung dieser Beteiligung auseinander zu setzen. Aus vergütungspolitischer Sicht ist zu erwähnen, dass der Aktienkurs nicht isoliert als alleiniger Performance-Indikator für die Messung der Management-Leistung heranzuziehen ist und damit hohe Anforderungen an die Modellausgestaltung bestehen.[391] Ferner sind Aktienoptionen nach IFRS 2 künftig aufwandswirksam zu erfassen und schmälern somit den Gewinn der ausgebenden Gesellschaft. Für detaillierte Ausführungen über die kritische Sichtweise zur Gewährung von Aktienoptionen, einschließlich der bilanziellen Behandlung, wird auf den Hauptteil der vorliegenden Dissertation in Kapitel 9 verwiesen.

[391] Vgl. dazu auch: PricewaterhouseCoopers (2005), Trends bei Mid- und Long-Term Incentive Plänen, Umfrage unter 39 Gesellschaften aus den Indizes DAX, MDAX, SDAX und TecDAX

11.3.2 Zielsetzungen der praktizierten Beteiligungsprogramme

Frage: Die Gründe für die Einführung von MAB sind vielschichtig. Bitte ordnen Sie den Stellenwert der nachfolgend aufgeführten Zielsetzungen für Ihr Unternehmen zu!

11.3.2.1 Verhaltensbezogene Zielsetzungen



Verhaltensbezogene Zielsetzungen	0% 20% 40% 60% 80% 100%	+3 = Sehr hohe Bedeutung	+2	+1	0	-1	-2	-3 = Sehr geringe Bedeutung	Gültige Antworten
Verbesserung der Leistungsfähigkeit von Mitarbeitern	14 / 1	7	6	1	1	0	0	0	15
Bindung von Mitarbeitern	14 / 1	6	4	4	1	0	0	0	15
Gewinnung neuer Mitarbeiter	15	2	8	5	0	0	0	0	15
Steigerung des unternehmerischen Handelns der Mitarbeiter	15	10	3	2	0	0	0	0	15

Tabelle 15: Auswertung verhaltensbezogene Zielsetzungen
Quelle: Eigene Darstellung

Es ist eine der primären Aufgaben des Personalmanagements sicherzustellen, dass für den laufenden Geschäftsbetrieb und die Umsetzung der festgelegten Business-Strategien die dafür notwendigen Human-Resource-Kapazitäten vorgehalten und das Verhalten der Mitarbeiter auf die o. g. Zielsetzungen ausgerichtet werden. Dabei hat sich die Personalbedarfsplanung nach kurz-, mittel- und langfristigen Einsatznotwendigkeiten auszurichten. Die Erfüllung dieser Aufgabe erfordert seitens des Personalmanagements ein hohes Maß an operativen und konzeptionellen Aktivitäten, um diesen wichtigen Anforderungen gerecht zu werden. Insbesondere der Wettbewerb um Führungskräfte und Mitarbeiter mit Schlüsselqualifikationen – auf nationalem und internationalem Niveau – zeigt die Notwendigkeit für ein unternehmensspezifisches Beteiligungsportfolio als einen Aspekt der personalwirtschaftlichen Führungsinstrumente.

Wie die Auswertung zeigt, stellen **verhaltensbezogene Zielsetzungen** eine wesentliche Grundlage für die Einführung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen dar. Die nachhaltige *Verbesserung der Leistungsfähigkeit* durch das Setzen von monetären Motivationsanreizen wird von 93 % der befragten Unternehmen als eine

wichtige Zielsetzung angesehen. Hierbei gilt es aber zu beachten, dass die Leistungsziele und Bemessungsgrundlage so auszutarieren sind, dass die Mitarbeiter mit ihrem Verhalten auch tatsächlich die unternehmensspezifischen Zielsetzungen verfolgen. Herausragende Mitarbeiterleistungen können in diesem Zusammenhang nur dann erwartet werden, wenn die Mitarbeiter auch für sich einen entsprechenden Nutzwert erkenn.[392] Aus diesem Grund ist es wichtig, frühzeitig bei der Modellausgestaltung die Präferenzen und Vorstellungen der Mitarbeiter einzubeziehen und angemessen zu berücksichtigen.

Die Analyse der hier vorliegenden empirischen Untersuchung belegt darüber hinaus, dass die Einführung und Implementierung von Beteiligungsprogrammen auch gezielt dafür eingesetzt werden, *Mitarbeiter mit Schlüsselqualifikationen sowie Führungskräfte an das Unternehmen zu binden* oder als Mitarbeiter zu gewinnen. 93 % der beteiligten Unternehmen messen diesem Aspekt eine elementare Bedeutung zu. In diesem Zusammenhang sind die jeweiligen Modelle so auszugestalten, dass diesem Bindungsaspekt Rechnung getragen werden kann. Eine Möglichkeit, dieses Ziel zu erreichen, ist die Vereinbarung von entsprechenden Laufzeiten bzw. die Einbeziehung von Sperrfristen, wie sie bei Aktienoptionen bereits vorgesehen sind. Eine nicht gewollte Mitarbeiterfluktuation wird damit nicht gänzlich zu vermeiden sein, da neben den monetären Perspektiven weitere weiche Faktoren eine Rolle spielen, dennoch werden den Mitarbeitern in einem gewissen Rahmen "golden handcuffs" angelegt.

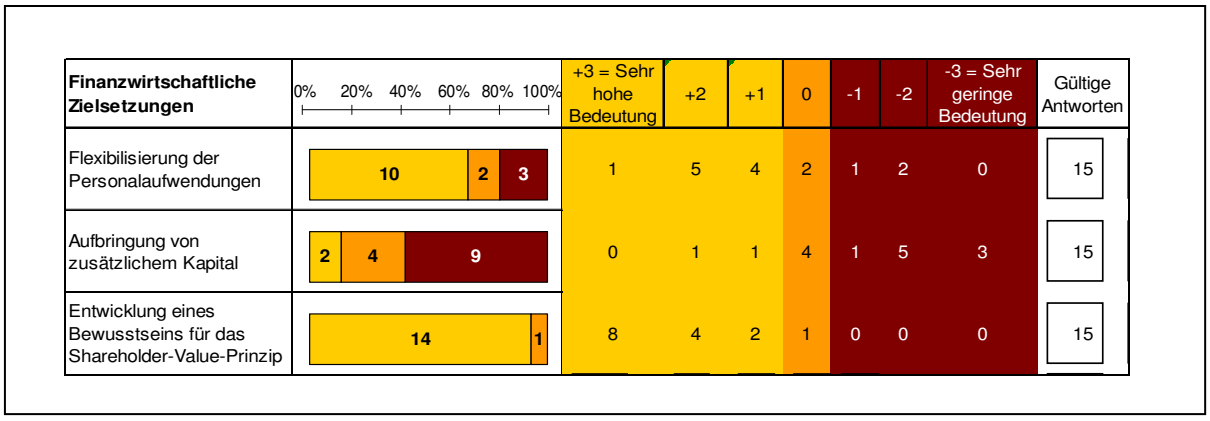
Einen weiteren bedeutenden Einfluss auf die Rekrutierungs- und Bindungspolitik der Unternehmen werden auch zunehmend die Auswirkungen des demografischen Wandels ausüben. Durch die kontinuierliche Überalterung der arbeitenden Bevölkerung und dem fortschreitenden Geburtenrückgang wird es für die Unternehmen zunehmend schwieriger, die geforderten Qualifikationen auf dem Arbeitsmarkt zu rekrutieren. Neben einer stärkeren Integration von älteren Arbeitnehmern in den betrieblichen Arbeitsprozess sind entsprechende Rekrutierungsstrategien für junge Fach- und Führungskräfte zu entwickeln und umzusetzen. Dieser Aspekt ist insofern von Bedeutung, da die Unternehmen aufgrund des Mangels an Fachkräften untereinander versuchen, gute Mitarbeiter abzuwerben. Aus diesem Grund wird neben der geschilderten

[392] Vgl. Fröhlich, W. (1998), Value Development durch Personalmanagement, S. 20, in: Fröhlich, W. (Hrsg.),

Personalentwicklungsaufgabe für ältere Mitarbeiter die Bindung von Qualifizierten eine Herausforderung für das Unternehmen darstellen. Zu den erwähnten Rekrutierungsstrategien zählen, insbesondere als ein Teilaspekt, entsprechende materielle Anreize zur Mitarbeiterbindung und Erhaltung der Leistungsfähigkeit.[393]

Eine vergleichbare Bedeutung wird der *Steigerung des unternehmerischen Handelns* durch die Einführung von Beteiligungsmodellen mit 100 % beigemessen. Das unternehmerische Handeln seitens der Akteure wird aber nur dann zu erzielen sein, wenn die Beteiligungsmodelle unternehmensspezifisch ausgestaltet, beidseitig akzeptiert sowie den Mitarbeitern die Zielsetzungen auf geeignete Weise kommuniziert worden sind.

11.3.2.2 Finanzwirtschaftliche Zielsetzungen



Finanzwirtschaftliche Zielsetzungen	0% 20% 40% 60% 80% 100%	+3 = Sehr hohe Bedeutung	+2	+1	0	-1	-2	-3 = Sehr geringe Bedeutung	Gültige Antworten
Flexibilisierung der Personalaufwendungen	10 / 2 / 3	1	5	4	2	1	2	0	15
Aufbringung von zusätzlichem Kapital	2 / 4 / 9	0	1	1	4	1	5	3	15
Entwicklung eines Bewusstseins für das Shareholder-Value-Prinzip	14 / 1	8	4	2	1	0	0	0	15

Tabelle 16: Auswertung finanzwirtschaftliche Zielsetzungen
Quelle: Eigene Darstellung

Bei den **finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen** von MAB zeigt die Analyse der ausgewerteten Daten eine weniger homogene Bewertungsstruktur. Mit 67 % nimmt die *Flexibilisierung von Personalaufwendungen* eine relative hohe Bedeutung ein. Das könnte ggf. ein Indikator für den Übergang von starren und fixen Vergütungssystemen zu flexiblen, wachstumsorientierten Vergütungssystemen sein. Allerdings dürfte diese Zielsetzung in der praktischen Umsetzung im Rahmen einer kurz- bis mittelfristigen Perspektive mit arbeitsrechtlichen Restriktionen verbunden sein. Es gilt zu beachten, dass etwaige aufgebaute Besitzstände seitens der Mitarbeiter nicht ohne weiteres abgeschmolzen bzw. in Beteiligungsmodelle

---

Value Development, Erfolgskonzepte und acht Praxisbeispiele, Frechen-Königsdorf, 1998, S. 15–30

393 Vgl. Olesch, G. (2005), Welche HR-Strategien erfordert die demografische Entwicklung, S. 64–65, in: Demografische Analyse und Strategieentwicklung in Unternehmen, Köln, S. 60–67

umgeschichtet werden können. Hier sind nur durch Änderungen im Tarifwerk bzw. durch den Abschluss von Betriebsvereinbarungen etwaige Modifikationen bei der Vergütungsgestaltung möglich. Etwas leichter dürfte die Umsetzung bei leitenden Angestellten und Mitgliedern des Vorstands zu gestalten sein, obwohl auch hier Restriktionen auf der individuellen Arbeitsrechtsebene zu erwarten sind.

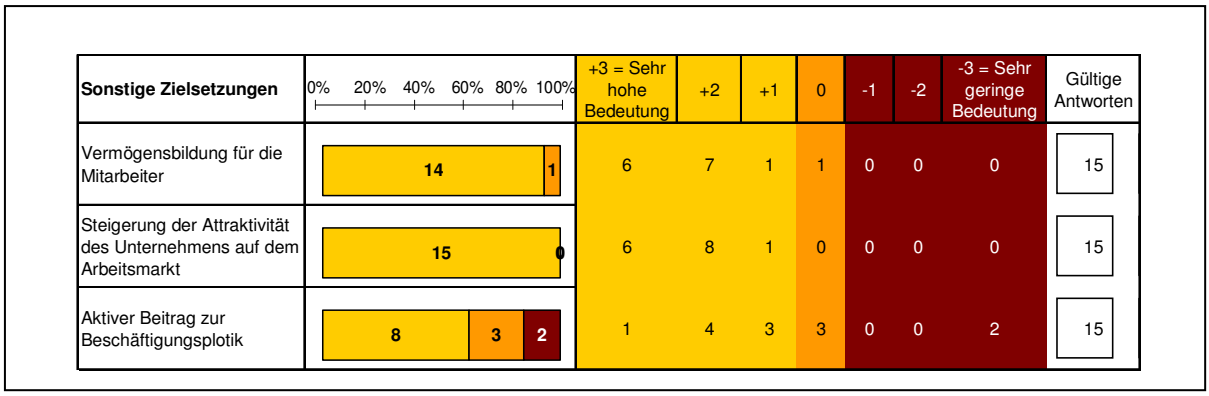
Für 87 % der befragten Unternehmen ist die *Aufbringung von zusätzlichem Kapital* kein entscheidender Faktor für die Einführung einer Kapitalbeteiligung. Dieses hängt u. a. damit zusammen, dass die beteiligten Unternehmen eine relativ solide Kapitalbasis aufweisen. Bei einer Befragung von Unternehmen aus dem Mittelstand bzw. Unternehmen in der Gründungsphase wird diesem Aspekt vermutlich eine wichtigere Bedeutung als Instrument der Kapitalbeschaffung beigemessen.

Demgegenüber steht die Zielsetzung, mit Beteiligungsprogrammen die *Entwicklung eines Bewusstseins für das Shareholder-Value-Prinzip* zu schärfen. Dieses Ziel wurde von 93 % der Unternehmen als bedeutend eingestuft. Inwieweit diese Zielsetzung das Bewusstsein der Mitarbeiter in der gewünschten Zielrichtung auch tatsächlich schärft, kann im Rahmen dieser Studie nicht beurteilt werden. Des Weiteren sind bei diesen Überlegungen auch kritische Anmerkungen für eine einseitige Ausrichtung des unternehmerischen Handelns gem. dem Shareholder-Value-Prinzip einzubeziehen (vgl. Kapitel 6). Auch dürfte ein auf wenige Maßzahlen basierendes Konzept nicht allein dazu beitragen, den Unternehmenswert zu steigern. Es ist vielmehr eine Berücksichtigung der Shareholder- und Stakeholder-Interessen gefordert, so wie es im Konzept des Value Developments begründet wird.[394]

Das Konzept des Value Developments geht davon aus, dass der Shareholder Value zum wesentlichen Teil seitens der Mitarbeiter erarbeitet wird, und aus diesem Grund die Interessen der Shareholder mit denen der Stakeholder konzeptionell zu verknüpfen sind. Deshalb sind qualitative Komponenten wie z. B. die Entwicklung von Werten und einer Unternehmenskultur entsprechend im Geschäftsbetrieb eines Unternehmens nachhaltig zu verankern. Gegenseitige Wertschätzung und eine gemeinsam abgestimmte Ausrichtung auf die definierten Geschäftziele bilden eine wichtige Grundlage für den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens.

[394] Vgl. Fröhlich, W. (1998), Value Development durch Personalmanagement, S. 16–18, in: Fröhlich, W. (Hrsg.), Value Development, Erfolgskonzepte und acht Praxisbeispiele, Frechen-Königsdorf, S. 15–30

11.3.2.3 Sonstige Zielsetzungen



Sonstige Zielsetzungen	0% 20% 40% 60% 80% 100%	+3 = Sehr hohe Bedeutung	+2	+1	0	-1	-2	-3 = Sehr geringe Bedeutung	Gültige Antworten
Vermögensbildung für die Mitarbeiter	14 / 1	6	7	1	1	0	0	0	15
Steigerung der Attraktivität des Unternehmens auf dem Arbeitsmarkt	15 / 0	6	8	1	0	0	0	0	15
Aktiver Beitrag zur Beschäftigungsplotik	8 / 3 / 2	1	4	3	3	0	0	2	15

Tabelle 17: Auswertung sonstige Zielsetzungen
Quelle: Eigene Darstellung

Unternehmensspezifische Beteiligungsprogramme als ein Instrument für die *Vermögensbildung der Mitarbeiter* werden mit 93 % als bedeutende Zielsetzung eingestuft. Hierbei ist allerdings eine Differenzierung der unterschiedlichen Modellvarianten in Abhängigkeit zur jeweiligen Hierarchiestufe vorzunehmen. Beteiligungsprogramme für Mitarbeiter, die unter die tarifliche bzw. betriebliche Mitbestimmung fallen, dürften aufgrund von staatlichen Förderungsprogrammen im Rahmen des Vermögensbildungsgesetzes primär als Zielgruppe betrachtet werden. Bei den Fach- und Führungskräften liegt der Fokus, wie bereits ausgeführt, auf dem Bindungs- und Rekrutierungsaspekt. Durch die entsprechende monetäre Ausgestaltung der Programme bewegt sich die Vermögensbildung deshalb auf einem anderen Niveau und korrespondiert somit nicht mit dem eigentlichen verwendeten Terminus der Vermögensbildung für "Normal- bzw. Durchschnittsverdiener".

Die Zielsetzung zur *Steigerung der Attraktivität der Unternehmung auf dem Arbeitsmarkt* wird von allen befragten Unternehmen als signifikant beurteilt und korreliert hinsichtlich der Bewertungsstruktur mit den verhaltensbezogenen Zielsetzungen. Dieses dürfte auch insbesondere mit dem steigenden Wettbewerb auf dem Arbeitsmarkt um Fach- und Führungskräfte in Verbindung stehen und, wie zuvor geschildert, mit den zukünftigen Auswirkungen des demografischen Wandels.

Als weniger stark bedeutend wird der *Aktive Beitrag zur Beschäftigungspolitik* mit einer Auswertung von 53 % angesehen. Diese Frage zielt insbesondere auf die gesellschaftliche Verantwortung der Unternehmen im Rahmen der

volkswirtschaftlichen Arbeitsmarktpolitik. Effektiv austarierte Beteiligungsprogramme können dazu beitragen, dass die relevanten Mitarbeiter zu Mehrleistung und unternehmerischem Handeln motiviert werden, welches einen positiven Beitrag zur wirtschaftlichen Situation liefern kann. Eine solide wirtschaftliche Lage eines Unternehmens sollte deswegen mit einer aktiven Beschäftigungspolitik für die betroffenen Mitarbeiter korrespondieren. Dass dieses aber nicht immer in der Realität vorzufinden ist, zeigt u. a. die Schließung der Alu-Werke in Hamburg, die trotz wirtschaftlich stabiler Lage aus strategischen Gesichtspunkten vom norwegischen Hauptanteilseigner Norsk Hydro nicht fortgesetzt worden ist.[395]

Ein weiteres Beispiel ist die Deutsche Bank, die nach Aussage ihres Vorstandssprechers, Josef Ackermann, zusätzlich 7000 Arbeitsplätze abbauen wird, da dieses von den Anteilseignern und institutionellen Investoren im Rahmen des Shareholder Values als positives Signal aufgenommen wird.[396] Die wirtschaftlichen und persönlichen Problematiken, die sich hieraus für die betroffenen Mitarbeiter und deren Familien einstellen, finden bei diesen strategischen Überlegungen kaum Berücksichtigung. Die Bedeutung des Kapitals und damit der Shareholder Values wird somit eindeutig höher eingestuft als die sozialen und gesellschaftspolitischen Folgen des Stellenabbaus.

[395] o. V. (2005), Endgültig: Aus für Alu-Werke in Hamburg und Stade, in: Die Welt, 05.11.2005
[396] Siehe dazu auch Kapitel 9.2.1 zur Angemessenheit der Vorstandsgehälter

11.3.3 Grundlegende Fragen zu Personalmanagement und Vergütungsgestaltung

11.3.3.1 Vergütungsmanagement allgemein

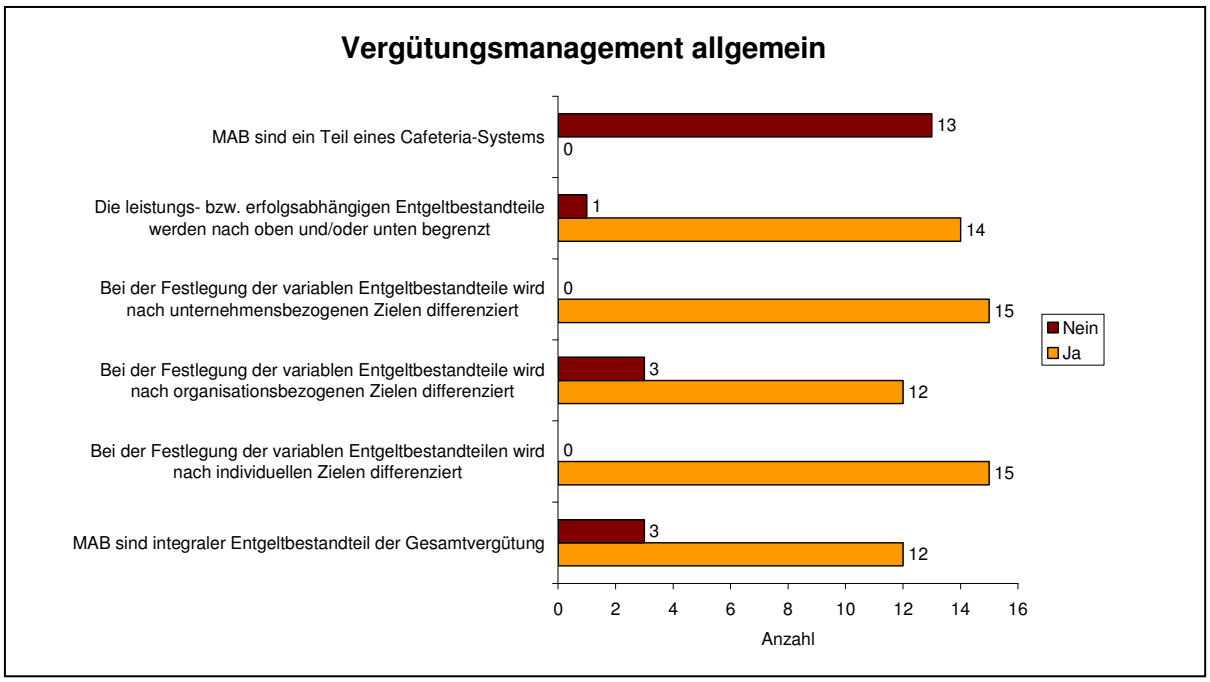


Abbildung 41: Auswertung Vergütungsmanagement allgemein
Quelle: Eigene Darstellung

Bei keinem der befragten Unternehmen ist eine etwaige Beteiligung in ein *Cafeteria-Konzept* eingebettet, sondern wird den Mitarbeitern isoliert angeboten. Die *betriebswirtschaftlichen Ausgestaltungen* der Systeme orientieren sich an den marktgängigen Systemen, wobei nach unterschiedlichen Zielgrößen und Dimensionen differenziert wird. Es erfolgt demnach eine Zielaufteilung nach folgenden drei Ebenen:

- Unternehmensziele
- Organisationsziele
- Individuelle Ziele

Die Festlegung von Unternehmens- und individuellen Zielen erfolgt dabei jeweils bei 100 % und organisatorische Ziele werden von 80 % der befragten Unternehmen berücksichtigt. Bei der Ausgestaltung der Programme sind bei 93 % der beteiligten Unternehmen darüber hinaus Unter- und Obergrenzen für mögliche Ausschüttungen

vorgesehen. Diese liefern den Unternehmen eine weitgehende finanzwirtschaftliche Planungssicherheit, und Mitarbeiter erhalten bei einer realistischen Festsetzung dieser Korridore im Idealfall zusätzliche Motivationsanreize für individuelle Mehrleistung und bereichsübergreifende Zusammenarbeit. 80 % der befragten Unternehmen gaben an, Beteiligungsprogramme als *Bestandteil einer Gesamtvergütungsstrategie* verankert zu haben. Dieses impliziert Beteiligungsprogramme, die in Abhängigkeit zur Funktion und zum Hierarchie-Level der Mitarbeiter weitestgehend konfektioniert sind.

11.3.3.2 Personalmanagement

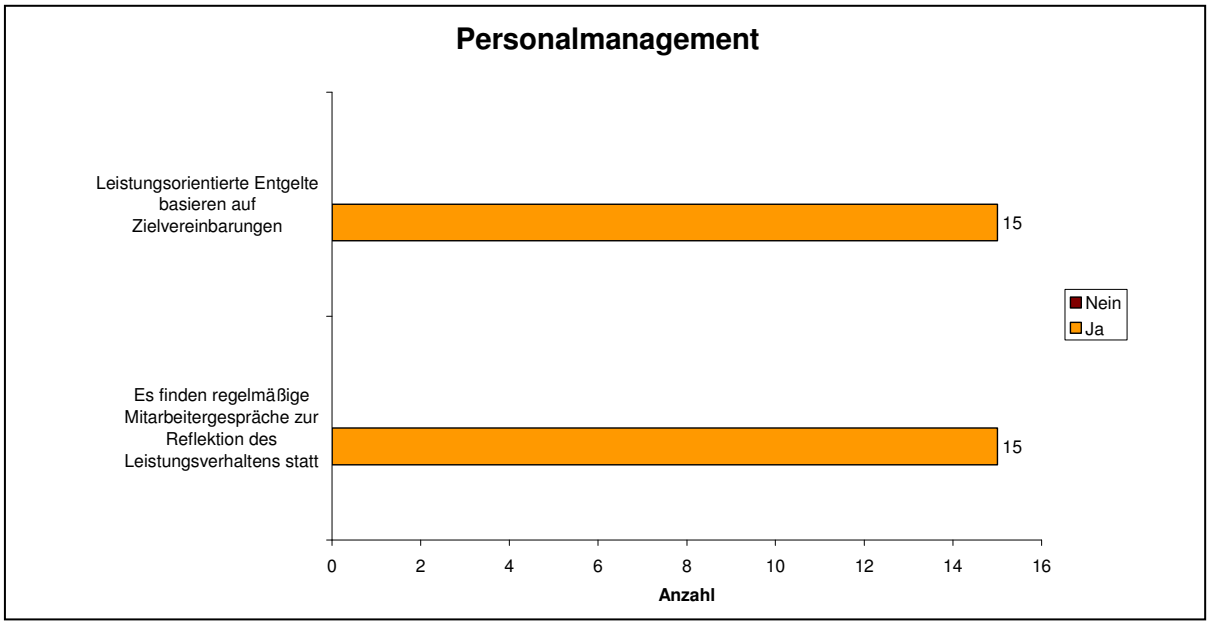


Abbildung 42: Auswertung Personalmanagement
Quelle: Eigene Darstellung

Bei allen befragten Unternehmen basieren die *leistungsorientierten Entgelte auf Zielvereinbarungen,* die zwischen dem Vorgesetzten und den Mitarbeitern vereinbart werden. Diese Aussage korreliert hinsichtlich der Zielskalierung nach Unternehmens-, Organisations- und individuellen Zielen aus Kapitel 10.4.3.1 mit dem Ergebnis aus dem Teil „Vergütungsmanagement allgemein“. Eine qualitative Aussage über den Zielvereinbarungsprozess ist nicht möglich, da eine solche Bewertung im Rahmen einer Fragenbogenaktion nur sehr schwer erfassbar und die "gelebte Zielvereinbarungskultur" quantitativ nicht zu erfassen ist.

Eine elementare Bedeutung wird den "*regelmäßigen Mitarbeitergesprächen zur Reflektion des Leistungsverhaltens"* beigemessen. Alle befragten Unternehmen gaben an, diese Gespräche regelmäßig durchzuführen. Hier gilt die gleiche Einschränkung hinsichtlich einer qualitativen Bewertung des unternehmensspezifischen Prozesses.

11.3.3.3 Zielgruppen von Mitarbeiterbeteiligungen

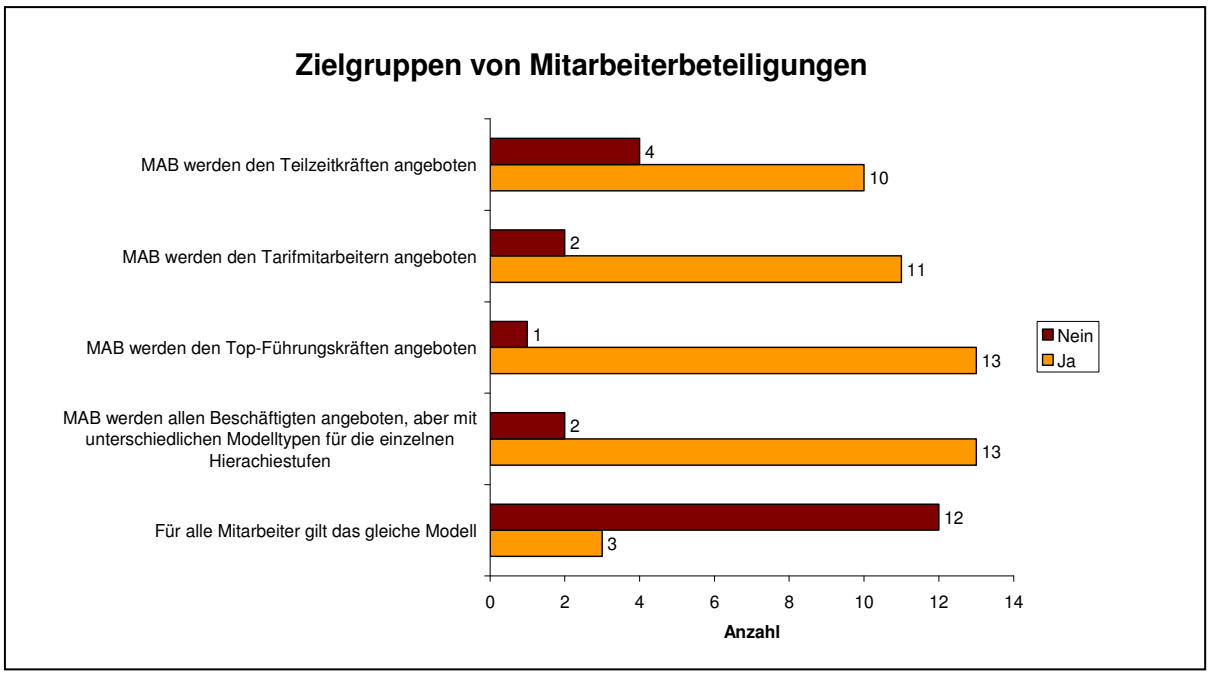


Abbildung 43: Auswertung Zielgruppen von Beteiligungsprogrammen
Quelle: Eigene Darstellung

Die Auswertung zur Frage der Zielgruppe von Beteiligungsprogrammen zeigt die bereits in Kapitel 10.4.1 erwähnte Differenzierung, dass 86 % der Unternehmen ihren Mitarbeitern in Abhängigkeit zum Hierarchie-Level unterschiedliche Programme anbieten. Diese Angabe impliziert die Annahme, dass 14 % der Unternehmen allen Mitarbeitern unabhängig von der ausgeübten Funktion und dem Hierarchie-Level das gleiche Programm mit unterschiedlichen Ausschüttungsbeiträgen unterbreiten. Die Plausibilität dieser Auswertung scheint eher unwahrscheinlich, da i. d. R. für die Ebene des Managements spezielle Programme aufgelegt werden. Allerdings ist eine abschließende Bewertung dieser Aussage auf Basis der vorliegenden Daten nicht möglich.

Eine Schichtung nach Mitarbeitergruppen zeigt folgende Auswertung:

- 66 % der Unternehmen beziehen auch Teilzeitkräfte in ein Beteiligungsprogramm ein.
- 73 % der Unternehmen bieten der gesamten Gruppe der Tarifmitarbeiter ein Programm an.

- 93 % der Unternehmen haben entsprechende Programme für ihr Management entwickelt.

Diese Auswertung zeigt den relativ hohen Verbreitungsgrad von Beteiligungsprogrammen, wobei die Modellausgestaltung in Abhängigkeit zum Hierarchie-Level variiert.

11.3.3.4 Interner Kommunikationsprozess

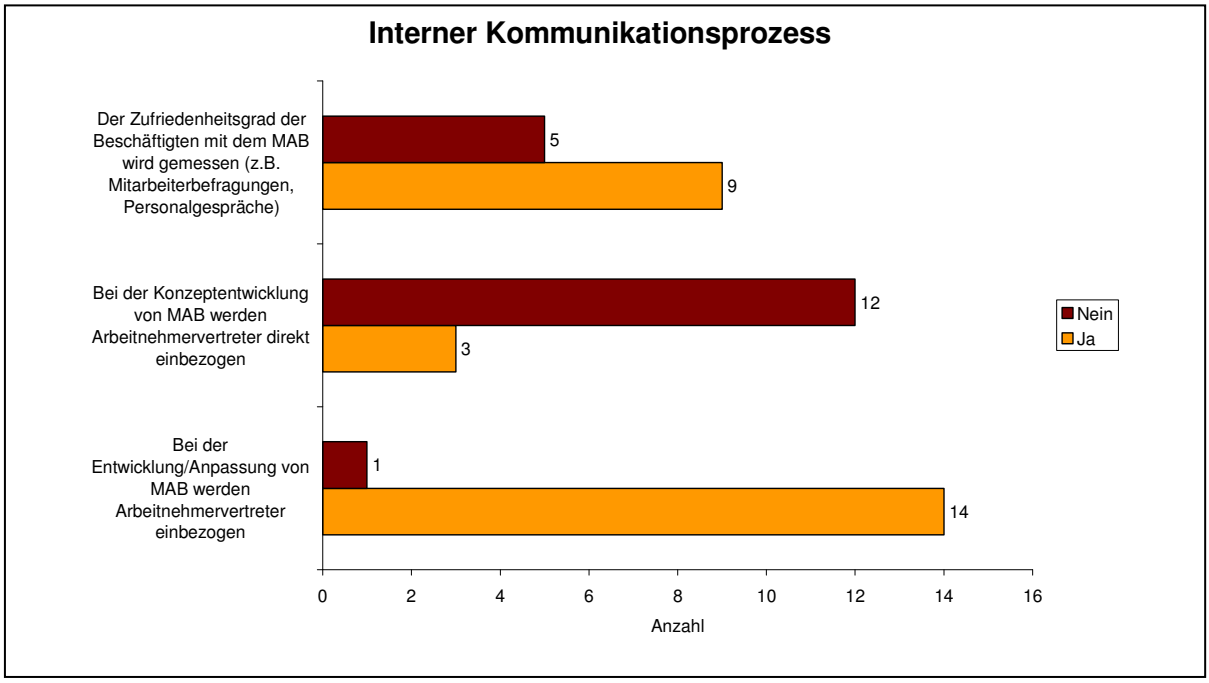


Abbildung 44: Auswertung interner Kommunikationsprozess
Quelle: Eigene Darstellung

Die erfolgreiche Umsetzung einer Mitarbeiterbeteiligung wird entscheidend von dem zugrunde gelegten Kommunikationskonzept seitens der Unternehmung an die relevanten Mitarbeiter beeinflusst. In den Fällen, in denen an zuvor definierte Mitarbeitergruppen entsprechende Leistungserwartungen adressiert werden, sind transparente und umfassende Informationen nicht vorzuenthalten. Der Umfang des Informationsbedarfs variiert in Abhängigkeit zu den zu erwartenden Leistungen. Beteiligungsprogramme für internationale Führungskräfte mit unterschiedlichen Bemessungsindikatoren und länderspezifischen Besonderheiten als Gestaltungsgrundlagen bedürfen einer intensiveren Kommunikation an die Beteiligten – im Gegensatz zu Programmen für Mitarbeiter aus der Fertigung, in

denen sich die mögliche Beeinflussbarkeit der handelnden Personen auf einige beeinflussbare Arbeitsschritte bezieht.

Alle Konzepte für hierarchieübergreifende Kommunikationsprogramme sollten unabhängig von der Komplexität aber durch die Gemeinsamkeit charakterisiert sein, dass den Mitarbeitern durch eine regelmäßige, nachvollziehbare und offene Kommunikation die betrieblichen Ziele und Strategien erläutert und sie damit in die Lage versetzt werden, diese nachzuvollziehen. Insbesondere sollten die Mitarbeiter verstehen, durch welches Handeln sie ihre persönlichen Ziele erreichen können. Diese Form der Kommunikation trägt dazu bei, die Leistungseffizienz zu fördern und kann ebenso dazu beitragen, die Identifikation und den Zufriedenheitsgrad der Führungskräfte und der übrigen Mitarbeiter mit dem Unternehmen sowie den Beteiligungsprogrammen zu stärken. Als Kommunikationsinstrumente eignen sich u. a. Informationsveranstaltungen, Workshops, individuelle Gespräche, Intranet-Lösungen sowie Broschüren.

60 % der befragten Unternehmen gaben an, den *Zufriedenheitsgrad der Mitarbeiter* durch Mitarbeiterbefragungen oder Personalgespräche zu evaluieren. Letztlich sind nur aus einem repräsentativen Meinungsbild aus der Belegschaft mögliche Verbesserungspotenziale zu identifizieren. Das setzt aber gleichzeitig voraus, dass die Unternehmensleitung bestrebt ist, diese Impulse regelmäßig aufzunehmen, um einen kontinuierlichen Verbesserungsprozess einzuleiten. Letztlich ist die Einführung von Beteiligungsprogrammen auch mit Entwicklungskosten verbunden, die sich nur dann amortisieren, wenn die angestrebten Leistungssteigerungen auch tatsächlich erzielt und seitens der Belegschaft akzeptiert werden.

In Abhängigkeit zur Zielgruppe von einzuführenden Beteiligungsprogrammen empfiehlt es sich, jeweils Vertreter aus diesen Gruppen – z. B. Sprecherausschuss oder Betriebsrat – in die Konzeption einzubinden, um frühzeitig die Akzeptanz zu erhalten. Der Grad der Einbindung ist abhängig von der Komplexität des Programms, seiner geografischen Ausrichtung und auch dem Hierarchie-Level. Insbesondere in Deutschland besteht ein ausgeprägtes Mitbestimmungsrecht, sodass eine Ignorierung von Arbeitnehmervertretern dazu führen kann, dass dieses Gremium seine Zustimmung verweigert und somit keine Betriebsvereinbarung zustande kommt. Die vorliegende Auswertung zeigt, dass 80 % der Unternehmen keine Mitarbeiter bzw. Arbeitnehmervertreter in die Konzepterstellung einbeziehen und

somit das Risiko eingehen, dass die erfolgreiche Implementierung an der Akzeptanz der betroffenen Mitarbeiter scheitert bzw. die gewünschten Zielsetzungen nur partiell erreicht werden.

Interessanterweise zeigt hier die Untersuchung einen möglichen Zusammenhang hinsichtlich der nachträglichen Berücksichtigung dieses Aspekts auf. 93 % der befragten Unternehmen gaben an, bei der Anpassung von Beteiligungsprogrammen Arbeitnehmervertreter bzw. Führungskräfte einzubinden. Die wesentliche Zielsetzung der verstärkten Konsultation etwaiger Mitarbeitergruppen könnte darin bestehen, die Bedürfnisse und Vorstellungen der Mitarbeiter dahingehend zu berücksichtigen, dass eine erfolgreiche Umsetzung gewährleistet werden kann.

11.3.4 Einsatz von Beteiligungsprogrammen

Frage: Welche Formen von MAB-Modellen, differenziert nach Hierarchie-Ebene, finden in Ihrem Unternehmen Anwendung? Mehrfachnennungen sind möglich.

11.3.4.1 Beteiligungsprogramme differenziert nach Hierarchie-Ebenen

11.3.4.1.1 Verteilung Aktienoptionen

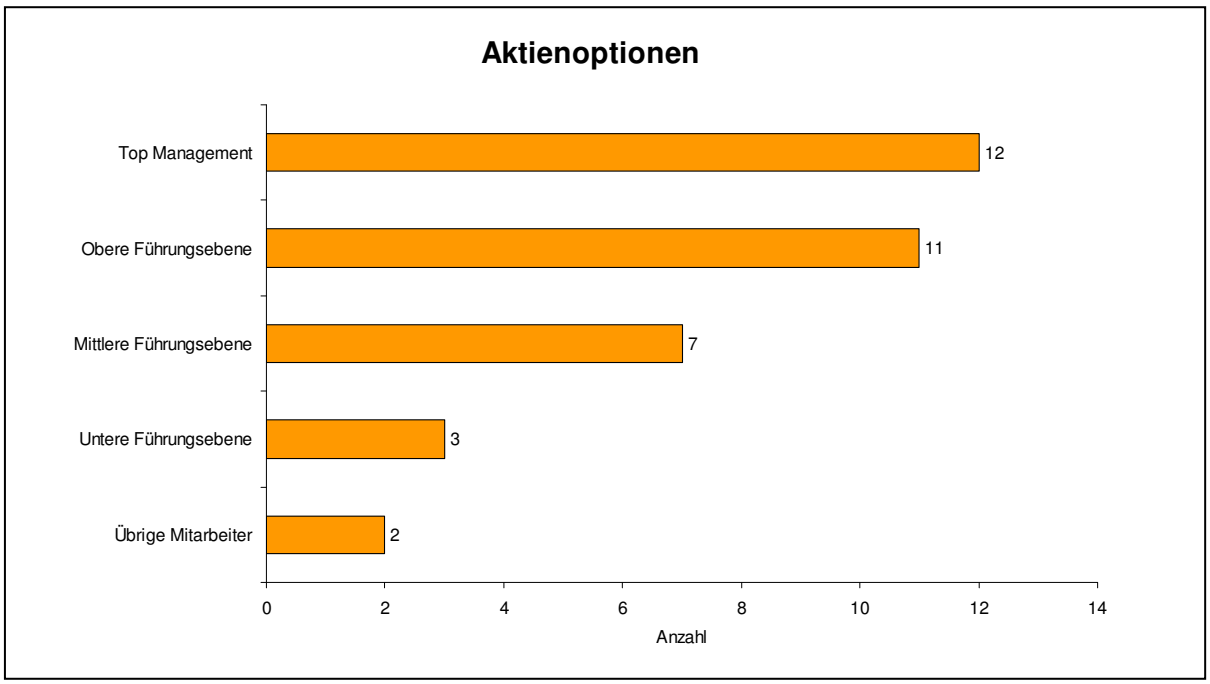


Abbildung 45: Auswertung Verteilung von Aktienoptionen auf die Hierarchie-Ebenen
Quelle: Eigene Darstellung

Die Auswertung der vorliegenden Untersuchung zeigt das Ergebnis, dass die am häufigsten praktizierten Formen von Beteiligungsinstrumenten sich auf die folgenden drei Programme beziehen:

- Aktienoptionen
- Belegschaftsaktien
- leistungsorientierte Vergütung

Hierbei ist festzustellen, dass insbesondere Aktienoptionen als Vergütungsinstrument für die ersten beiden Führungsebenen eingesetzt werden, und der Verbreitungsgrad mit sinkendem Hierarchie-Level abnimmt. Während das Top-Management und die obere Führungsebene in 80 % bzw. 73 % der Fälle an diesen Programmen partizipieren, sind es auf der mittleren Führungsebene nur noch 46 %. Tarifmitarbeiter partizipieren nur bei ca. 20 % der untersuchten Unternehmen an der Modellvariante der Aktienoptionen. Eine Studie von PricewaterhouseCoopers über Trends bei Mid- und Long-Term Incentive Plänen aus dem Erhebungsjahr 2005 im Rahmen einer Umfrage bei Untenehmen der Indizes DAX, MDAX, SDAX und TecDAX kommt zu einem ähnlichen Ergebnis:

- Die Mitglieder des Vorstands sind bei nahezu allen genannten Plänen teilnahmeberechtigt.
- Die erste und zweite Führungsebene der Unternehmen sind bei 88 % bzw. 59 % der Pläne zur Teilnahme berechtigt.
- Knapp die Hälfte der Pläne (47 %) beziehen auch weitere Führungskräfte und Spezialisten ein.
- Nur wenige Unternehmen (15 %) beziehen alle Mitarbeiter in den Plan ein.

Hierbei zeigt sich eindeutig der Trend, dass das Vergütungsinstrument der Aktienoptionen überwiegend als ein Incentive-Programm für die Führungskräfte angesehen wird. Auch wenn zwischen den beiden Erhebungen ca. drei Jahre liegen, so zeigt sich hier keine signifikante Veränderung. Die Gründe für diesen Trend wurden in beiden Studien nicht erörtert, könnten aber auf Basis der in Kapitel 9 durchgeführten Erläuterungen über die Bewertung von Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil in den folgenden Punkten manifestiert sein:

- Aktienoptionen dienen ausschließlich zur Bindung und Rekrutierung von Fach- und Führungskräften
- Die fehlende Beeinflussbarkeit des Aktienkurses durch den einzelnen Mitarbeiter
- Aufwändiger Administrationsprozess bei einer Ausdehnung auf breitere Mitarbeiterschichten
- Hoher Kommunikationsaufwand wegen der relativ komplexen Ausgestaltungsvarianten
- Verständnis- und damit mögliche Akzeptanzprobleme seitens der breiten Belegschaft wegen der hohen Komplexität der Programme
- Langfristige und verbindliche Bindung des Unternehmens an dieses Vergütungsinstrument wegen der vorgesehenen Sperrfristen und Laufzeiten

Der Schwerpunkt dieser möglichen Gründe für den geringen Verbreitungsgrad auf nachgelagerte Mitarbeitergruppen unterhalb der Führungsebenen ist somit in den Kosten für die Administration und Kommunikation der Programme und dem hohen Komplexitätsgrad zu sehen. Unbeachtet bei der Auflistung der vermeintlichen Gründe bleiben die möglichen Vorteile, die mit der Einführung von diesen Programmen verbunden sein können. Dazu zählt insbesondere eine steigende Motivation und Identifikation mit dem Unternehmen seitens der Mitarbeiter, wenn diese bei den Modellvarianten einbezogen werden.

11.3.4.1.2 Verteilung Belegschaftsaktien

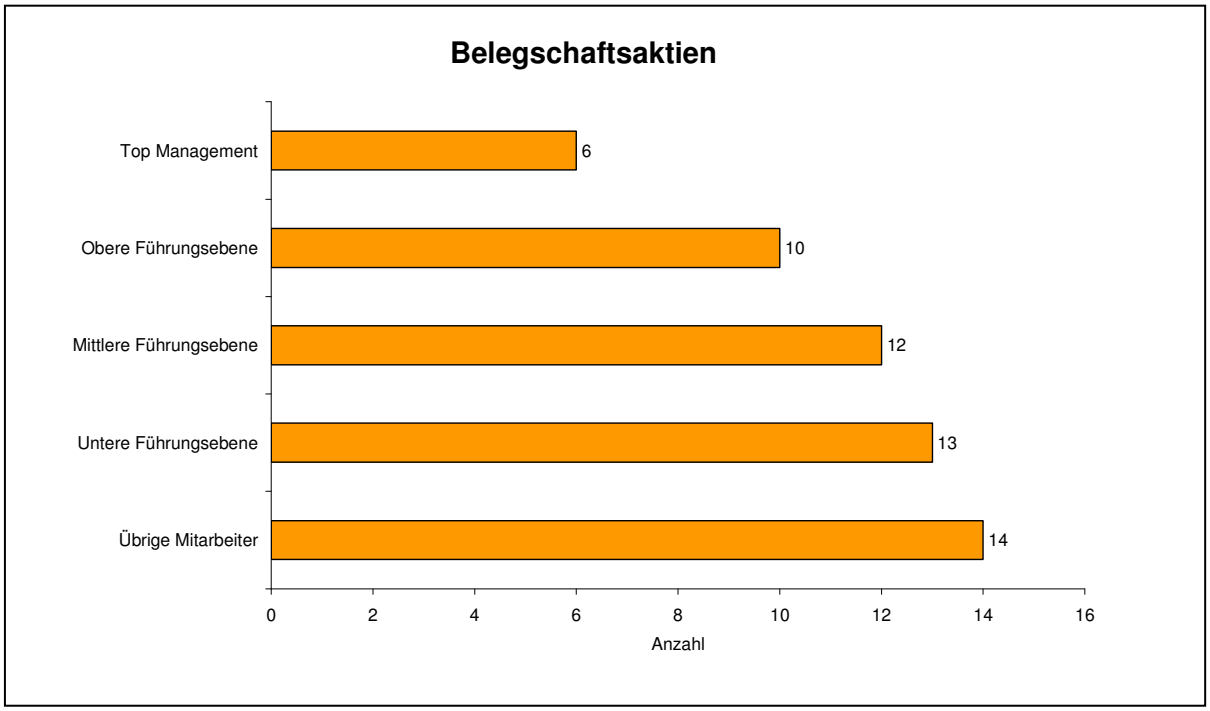


Abbildung 46: Auswertung Verteilung von Belegschaftsaktien auf die Hierarchie-Ebenen
Quelle: Eigene Darstellung

Ein anderes Verteilungsbild zeigt sich bei den Belegschaftsaktien. An diesem Vergütungsprogramm partizipieren neben den unteren Führungsebenen auch die übrigen Mitarbeiter in Form einer Berechtigung des Erhalts von Belegschaftsaktien. Der Grund für diese hohe Beteiligungsquote ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass sich eine Beteiligung der Mitarbeiter am Kapital des Unternehmens verfahrenstechnisch und bezogen auf die rechtlichen Rahmenbedingungen am leichtesten in Form der Belegschaftsaktie umsetzen lässt.[397]

Die vorliegenden Ergebnisse der Auswertung zeigen aber auch, dass neben den mittleren und den nachgelagerten Mitarbeiterebenen ebenfalls die obere Führungsebene an Belegschaftsaktienprogrammen teilnimmt. Somit erhält diese Gruppe das Vergütungspaket Belegschaftsaktien zusätzlich zu den bereits eingeräumten Aktienoptionen. Dies trifft auf ca. 73 % der mittleren Führungsebene

[397] Vgl. Schawilye, R. (1998), Belegschaftsaktien in der mittelständischen Aktiengesellschaft, Wiesbaden, S. 10–11

und auf 40 % des Top-Managements der ausgewerteten Unternehmen zu. Diese Verteilung korrespondiert, wie im vorangestellten Kapitel beschrieben, nicht mit der Gruppe der Berechtigten zum Bezug von Aktienoptionen. Hier wird einseitig auf die Ebene des Top-Managements abgestellt. Selbst eine abgestufte Beteiligung in Abhängigkeit zur Hierarchie-Ebene ist nicht vorgesehen. Die fehlende Beeinflussbarkeit des Aktienkurses kann nicht als Argument für eine Nichtbeteiligung der Mitarbeiter herangezogen werden, da dieses in gleichem Maße auch für die Belegschaftsaktie zutrifft.

11.3.4.1.3 Verteilung leistungsorientierte Vergütung

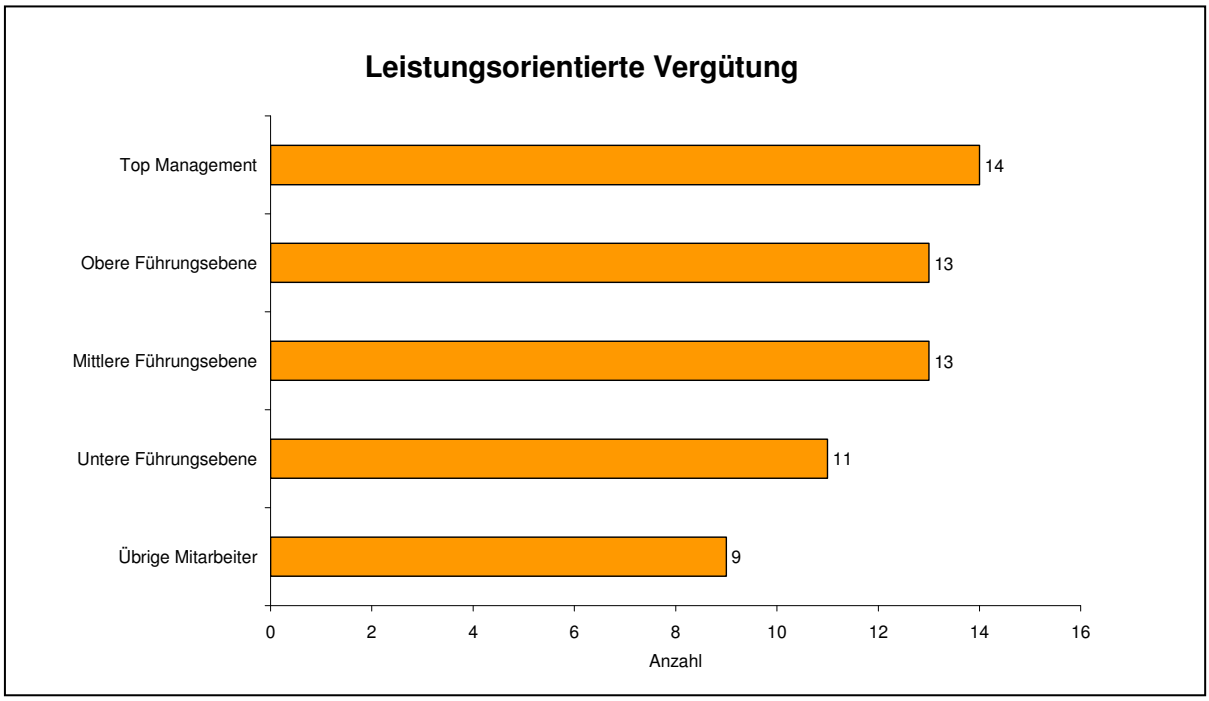


Abbildung 47: Auswertung Verteilung der leistungsorientierten Vergütung auf die Hierarchie-Ebenen
Quelle: Eigene Darstellung

Die Beteiligungsform der leistungsorientierten Vergütung wird in einem unterschiedlichen Verbreitungsgrad in allen definierten Hierarchie-Ebenen eingesetzt. Analog zu dem Vergütungsinstrument Aktienoptionen nimmt die Verbreitung mit sinkendem Management-Level ab, bleibt aber auf der Stufe "Übrige Mitarbeiter" mit 60 % auf einem hohen Niveau stehen. Die Verteilung impliziert, dass dem Management-Instrument "Führen mit Zielen" seitens der beteiligten Unternehmen eine hohe Bedeutung beigemessen wird. Inwieweit insbesondere bei sinkendem Hierarchie-Level die leistungsorientierte Vergütung mit zuvor definierten Zielgrößen und Beurteilungsanalysen hinterlegt ist, lässt sich im Rahmen dieser

Untersuchung nicht abschließend klären. Es ist die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, dass in gängiger Unternehmenspraxis die Zahlungen für die unteren Mitarbeiterebenen auf Basis von zuvor festgelegten Budgets und in Abhängigkeit zum Unternehmenserfolg geleistet werden, wobei nur marginal auf individuelle Leistungsunterschiede auf den unteren Mitarbeiterebenen Rücksicht genommen wird. Diese Annahme stützt sich auf die Erkenntnis, dass sich die Administration von leistungsorientierten Vergütungssystemen für Mitarbeitergruppen ohne Führungsverantwortung bzw. für die untere Führungsebene relativ zeit- und kostenaufwändig darstellt und diese deswegen als eine unternehmensbezogene Erfolgsbeteiligung zu sehen ist. Die zusätzlichen Kosten entstehen insbesondere für die Konzeption und Implementierung des Systems und die anschließenden begleitenden Maßnahmen wie z. B. das Führen von Zielvereinbarungsgesprächen etc. Ein weiteres Aufwandskriterium stellen die Verhandlungen mit den zuständigen Arbeitnehmervertretern dar. Für jegliche Art von leistungsorientierten Programmen für mitbestimmungspflichtige Mitarbeiter besitzt der Betriebsrat gem. BetrVG § 87 Abs.1 Nr. 11 ein Mitbestimmungsrecht. Diese Verhandlungen können sich in Abhängigkeit zu dem Verhältnis zwischen der Geschäftsleitung und den Arbeitnehmergremien unterschiedlich zeitintensiv gestalten.

Der hohe Anteil der leistungsorientierten Vergütung innerhalb der höheren Führungsebenen ist nicht überraschend und sollte aufgrund der Stellung der Führungskraft innerhalb des Unternehmens als integraler Bestandteil der Gesamtvergütung verankert sein. Die Bandbreiten für die leistungsorientierte Vergütung bewegen sich im Marktdurchschnitt zwischen 25 % bis 50 % vom Gesamteinkommen in Abhängigkeit zum Hierarchie-Level. Hierbei gilt aber zu beachten, dass der Anteil dieser Vergütung einen bestimmten Prozentsatz nicht überschreiten darf, da dieser sonst seitens der Mitarbeiter als fixer Vergütungsbestandteil geltend gemacht werden kann. Diese Rechtsprechung gilt nicht für Mitglieder des Vorstands oder der Geschäftsführung.

11.3.4.1.4 Bedeutung der eingesetzten Beteiligungsprogramme

Frage: Welche Bedeutung haben die MAB-Modelle in Ihrem Unternehmen

Bedeutung der MAB-Programme	0% 20% 40% 60% 80% 100%	+3 = Sehr hohe Bedeutung	+2	+1	0	-1	-2	-3 = Sehr geringe Bedeutung	Gültige Antworten
Erfolgsbeteiligung/ leistungsorientierte Vergütung	15 0	7	7	1	0	0	0	0	15
Arbeitnehmerdarlehen	10 1 4	1	1	8	1	0	1	3	15
Genussscheine/-rechte	1 14	0	0	0	1	0	1	13	15
Stille Beteiligung	2 1 12	0	0	2	1	0	0	12	15
Belegschaftsaktie	14 1 0	6	5	3	1	0	0	0	15
Aktienoptionsprogramme	13 0 2	6	4	3	0	0	0	2	15

Tabelle 18: Auswertung Bedeutung von Beteiligungsprogrammen im Unternehmem
Quelle: Eigene Darstellung

Der Verbreitungsgrad der einzelnen Programme, wie in Kapitel 10.4.4 analysiert, korreliert mit der Bewertung hinsichtlich der unternehmensspezifischen Bedeutung der teilnehmenden Unternehmen. Dabei zeigt sich deutlich, dass Beteiligungsprogramme wie Erfolgsbeteiligung, Belegschaftsaktie und Aktienoptionsprogramm von den befragten Unternehmen als sehr bedeutend eingestuft werden. Diese Bedeutung spiegelt sich in einem Verbreitungsgrad zwischen 87 % und 100 % wider. Den Formen Genussscheine und Stille Beteiligung wird hingegen eine wesentlich geringere Bedeutung für die Vergütungspolitik beigemessen. Diese Aussage korreliert mit dem Grad der Verteilungshäufigkeit in Höhe von 7 % in den Kapiteln 11.3.13 und 11.2.14. Die ebenfalls relativ hohe Bedeutung für das Arbeitnehmerdarlehen reflektiert der festgestellte Verbreitungsgrad von 73 %.

11.3.4.2 Verwendete Performance-Indikatoren für die Messung der Zielerreichung

Frage: An welchen Kriterien orientieren sich die Ausschüttungsbeträge in Ihrem Unternehmen?

11.3.4.2.1 ReWe-Kiterien und unternehmensbezogene Indikatoren

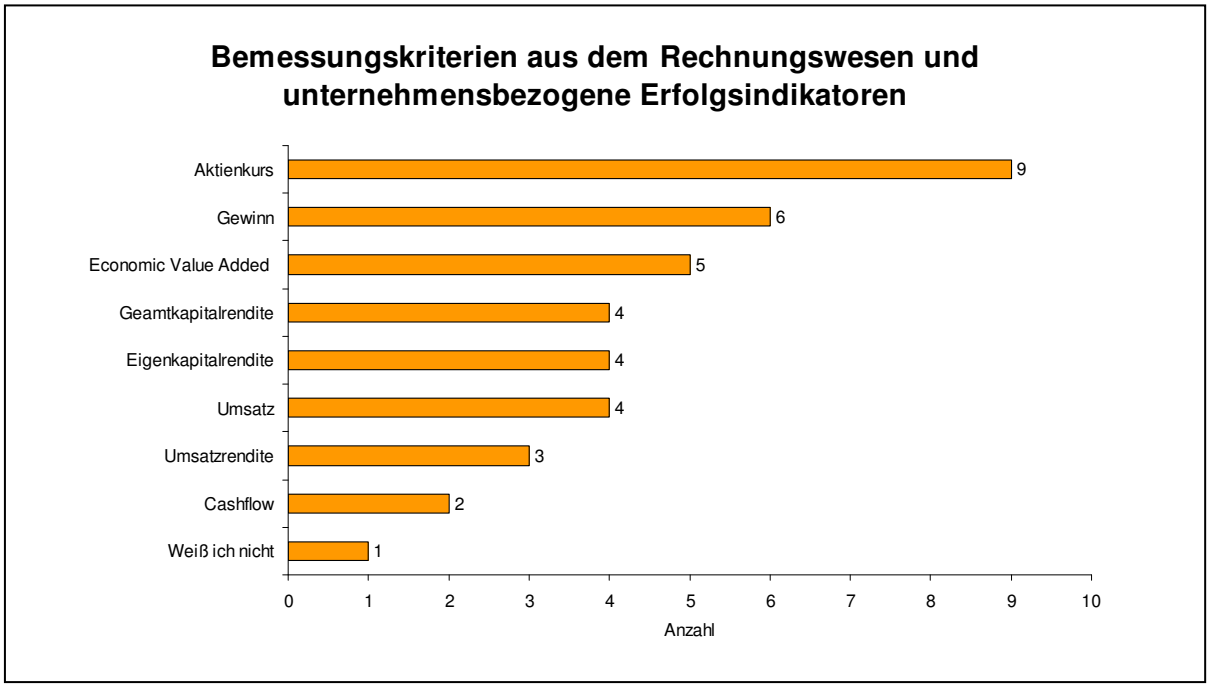


Abbildung 48: Auswertung Bemessungskriterien als Grundlage der Beteiligung (1)
Quelle: Eigene Darstellung

Bei der Ermittlung des Verbreitungsgrads der Bemessungskriterien aus dem Rechnungswesen zeigt sich, dass der Gewinn mit 40 % hinter dem Aktienkurs mit 60 % nach wie vor eine gängige Erfolgsgröße darstellt. Das ist eine überraschende Erkenntnis, da die Bezugsgröße unter Verwendung alternativer Bewertungsverfahren des externen Rechnungswesens eine stark beeinflussbare Größe[398] darstellt und nicht als Leistungsindikator zur Messung der Management- bzw. Unternehmensleistung heranzuziehen ist. Darüber hinaus wird mit der Bezugsgröße Gewinn nicht das vom Unternehmen eingegangene Risiko erfasst. Von zwei Unternehmen, die eine gleiche Gewinngröße aufweisen, ist das als besser zu

[398] Vgl. Bruhn, M., Lusti, M., Müller, W. R., Schierenbeck, H., Studer, T. (1998), Wertorientierte Unternehmensführung: Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, Wiesbaden, S. 18

beurteilen, welches ein geringeres Risiko eingegangen ist. Trotz dieser signifikanten Nachteile gaben 40 % der befragten Unternehmen an, diese Kenngröße aus dem Rechnungswesen als Grundlage für die Leistungsmessung heranzuziehen. Damit erhält das Management einen Hebel, seine eigene Vergütung (für den Fall, dass der Gewinn als Bezugsgröße besteht) zu beeinflussen bzw. auch die der Mitarbeiter. Geringere Ausschüttungen an die Mitarbeiter können mit der vermeintlich schwierigen wirtschaftlichen Situation des Unternehmens verargumentiert werden, ohne dass dieses zutreffend ist. I. d. R. sind dem einzelnen Mitarbeiter die unterschiedlichen Bewertungsmöglichkeiten in der Bilanzpolitik nicht zugänglich bzw. bekannt, und seitens der Belegschaft sind mit einer hohen Wahrscheinlichkeit keine kritisch fundierten Argumente für den Fall von geringeren Ausschüttungen zu erwarten.

Der relativ hohe Verbreitungsgrad der Bemessungsgröße Aktienkurs liegt u. a. auch darin begründet, dass Aktienoptionen für das Management eine häufig gewählte Form der MAB darstellen. Renditekennziffern finden mit 27 % bzw. 20 % eine relativ geringe Bedeutung. Cashflow-Werte sind mit 13 % die am wenigsten eingesetzte Kennziffer für MAB. Jüngere Entwicklungen lassen einen Trend zur Vernetzung von aktienkursbasierten und kennzahlenorientierten MAB erkennen, da hier eine höhere Anreizwirkung und langfristige Ausrichtung am Interesse der Aktionäre gesehen wird.[399]

[399] Vgl. Union Investemt Studie (2005): Aktienoptionsprogramme der DAX-30-Unternehmen in 2005, Frankfurt am Main, S. 25

11.3.4.2.2 Spezifische Kriterien als Bemessungsgrundlage

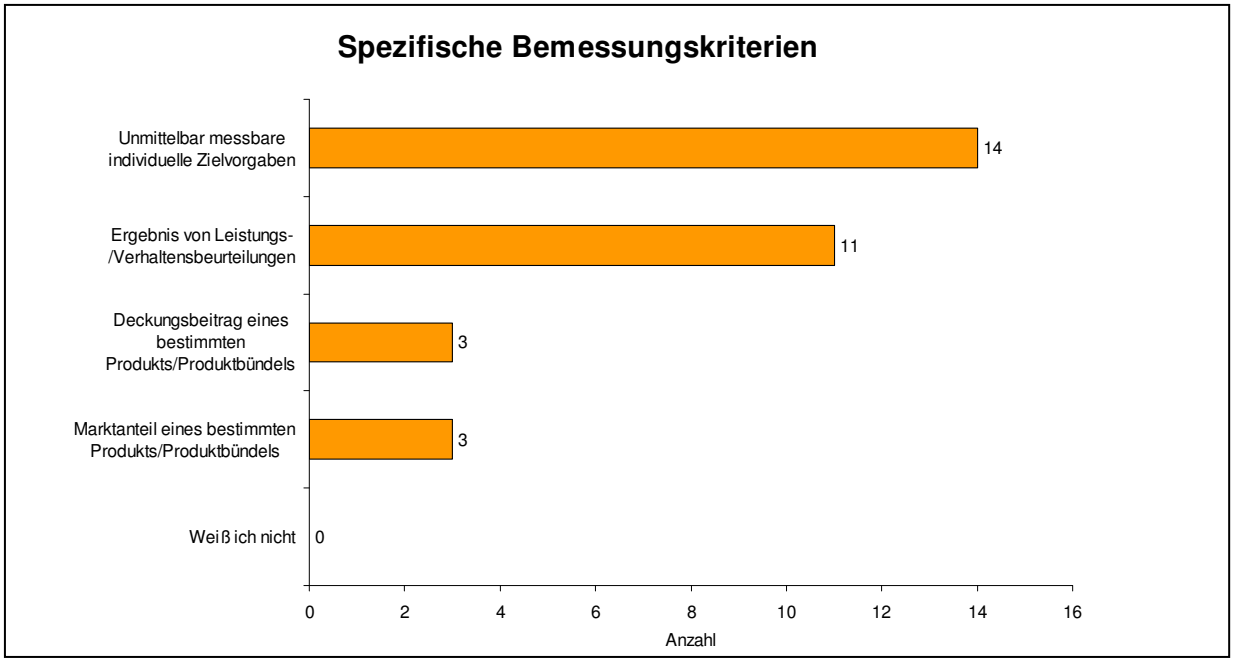


Abbildung 49: Auswertung Bemessungskriterien als Grundlage der Beteiligung (2)
Quelle: Eigene Darstellung

Bei den spezifischen Kennziffern ist die Verwendung von unmittelbar messbaren Zielvorgaben mit 93 % und Ergebnisse von Leistungsbeurteilungen mit 73 % die am häufigsten eingesetzte Größe. Kenngrößen, die sich aus dem Deckungsbeitrag ergeben bzw. Größen, die den Marktanteil eines bestimmten Produkts widerspiegeln, sind mit 20 % gering gewichtet. Hier zeigt sich wiederholt die Bedeutung von leistungsorientierten Zielgrößen als Leistungsvorgabe für die relevanten Fach- und Führungskräfte.

11.3.4.3 Zufriedenheitsgrad der Mitarbeiter

Frage: Wie zufrieden sind Ihre Mitarbeiter nach Ihrer Ansicht mit dem im Unternehmen angewandten Modell?

	0% 20% 40% 60% 80% 100%	+3 = Sehr hohe Zufriedenheit	+2	+1	0	-1	-2	-3 = Sehr geringe Zufriedenheit	Gültige Antworten
Zufriedenheitsgrad der Mitarbeiter mit den MAB-Programmen	12 | 1	3	7	2	1	0	0	0	13

Tabelle 19: Auswertung Zufriedenheitsgrad der Mitarbeiter mit den Beteiligungsprogrammen
Quelle: Eigene Darstellung

Akzeptanz der Belegschaft ab. Unzufriedenheiten wirken sich kontraproduktiv auf die relevanten Programme aus und können die strategischen Zielsetzungen unterlaufen. Aus Sicht der befragten Unternehmen sind 80 % der Mitarbeiter mit ihrem Beteiligungsprogramm zufrieden. Zwei Unternehmen haben diese Frage nicht beantwortet. Eine Bewertung von Seiten der Belegschaft liegt nicht vor. Aus diesem Grund ist diese einseitige Meinungswiedergabe nur als ein nicht vollständiges Stimmungsbild aus Sicht des Unternehmens zu gewichten.

11.3.4.4 Aufsichtsrat und wertorientierte Vergütung

11.3.4.4.1 Verbreitungsgrad einer wertorientierten Vergütung

Frage: Wird die Aufsichtsratsvergütung ganz oder teilweise an die Entwicklung des Unternehmenswerts gekoppelt?

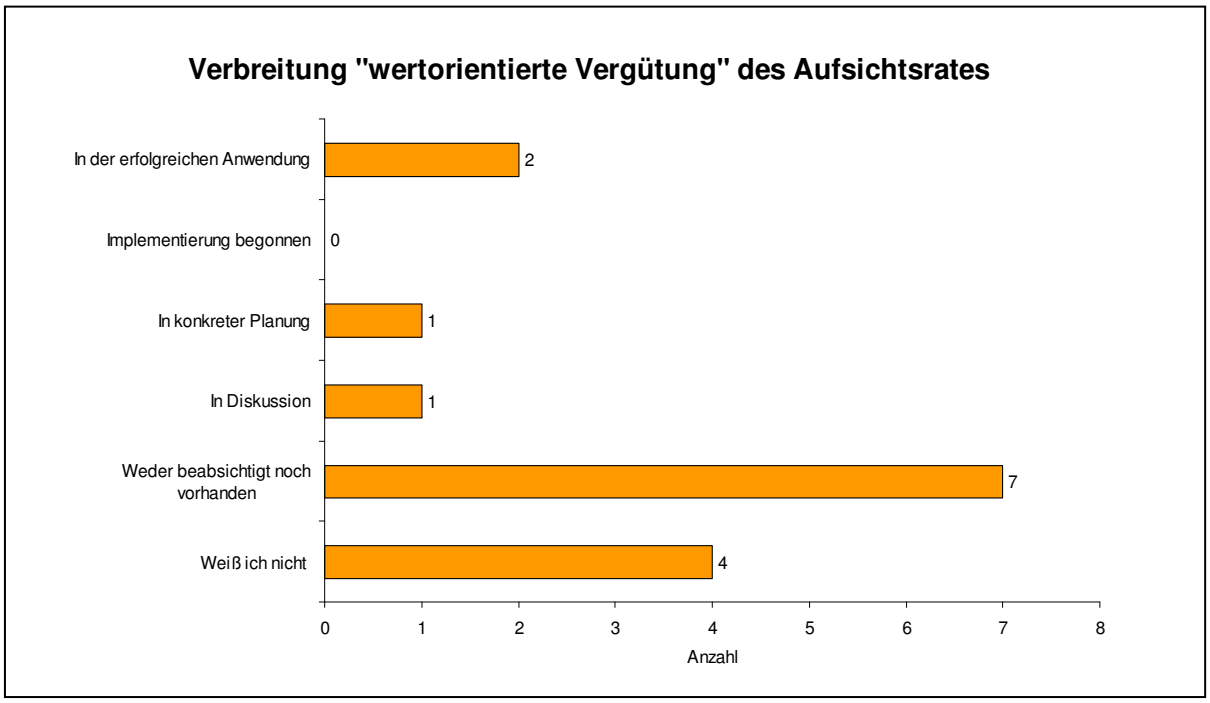


Abbildung 50: Auswertung Aufsichtrat und wertorientierte Vergütung
Quelle: Eigene Darstellung

Die Forderung nach einer funktionierenden Kontrolle der Unternehmensführung durch das Organ Aufsichtsrat gewinnt zunehmend an Bedeutung, insbesondere initiiert durch diverse Skandale in den USA, aber auch in Deutschland. Die hier adressierten Optimierungspotenziale konzentrieren sich in erster Linie auf die Funktion und Qualifikation der Aufsichtratsmitglieder. In diesem Zusammenhang wird auch die Angemessenheit der Struktur und der Höhe der aktuellen Aufsichtsratsgremien hinterfragt. Hinsichtlich der Rolle des Aufsichtsrats ergibt sich für die Vergütungsstruktur die Anforderung, eine angemessene Balance zwischen der Entlohnung für Kontrollaufgaben (mittels einer fixen Entgeltkomponente) sowie für Beratungsaufgaben (mittels einer erfolgsorientierten variablen Komponente) herzustellen. Bei der Vergütungshöhe stellt sich die Frage der Angemessenheit. Die Angemessenheit bestimmt sich üblicherweise anhand von Unternehmensfaktoren

(Größe, Branche, Ertragslage) und Positionsfaktoren (Vorsitz, Stellvertretung, Mitglied, Ausschüsse). "Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen neben einer festen eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten. Die erfolgsorientierte Vergütung sollte auch auf den langfristigen Unternehmenserfolg bezogene Bestandteile enthalten."[400] Durch die Verbindung einer fixen mit einer langfristigen Vergütungskomponente wird der Versuch unternommen, die zuvor beschriebenen Kontroll- und Beratungsaufgaben im Sinne einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung wahrzunehmen.

Die Auswertung verdeutlicht, dass lediglich 13 % der befragten Unternehmen ihren Aufsichtsräten eine wertorientierte Vergütungskomponente zukommen lassen. Des Weiteren wird aufgezeigt, dass die Mehrheit der befragten Unternehmen mit 46 % derzeit keine wertorientierten Vergütungen beabsichtigen. An dieser Stelle sei aber darauf hingewiesen, dass der Deutsche Corporate Governance Kodex erst nach der Durchführung dieser empirischen Untersuchung veröffentlicht worden ist und den Unternehmen erst seitdem als Empfehlungsgrundlage u. a. auch für die Gestaltung der Aufsichtsratsvergütung zur Verfügung steht.

11.3.4.4.2 Gewünschte Form der Aufsichtsratsvergütung

Frage: Wie beurteilen Sie folgende Aussage: "Aufsichtsratsmitglieder sollten unternehmenswertorientiert vergütet werden!"

	0% 20% 40% 60% 80% 100%	+3 = Volle Zustimmung der Aussage	+2	+1	0	-1	-2	-3 = Geringe Zustimmung der Aussage	Gültige Antworten
Wertorientierte Vergütung für Aufsichtsratmitglieder?	9 / 2 / 1	2	3	4	2	0	1	0	12

Tabelle 20: Auswertung Meinungsbild: Wertorientierte Vergütung für Aufsichtsräte
Quelle: Eigene Darstellung

Die vorliegende Auswertung zeigt, dass die Mehrheit der befragten Unternehmen mit 60 % eine wertorientierte Vergütung der Aufsichtsräte befürworten. Das Deutsche Aktieninstitut empfiehlt bei der Umsetzung dieser Zielsetzung allen börsennotierten Unternehmen, den Deutschen Corporate Governance Kodex umzusetzen und

[400] Deutscher Corporate Governance Kodex, Regierungskommission, in der Fassung vom 02.06.2005, S. 10

Abweichungen von den gemachten Vorschlägen zu vermeiden. Für das Thema der Aufsichtsratsvergütung bedeutet dieses im Einzelnen:[401]

- Die fixe Vergütung für den Vorsitz im Aufsichtsrat sollte mindestens doppelt so hoch, die für den stellvertretenden Vorsitz im Aufsichtsrat mindestens eineinhalb mal so hoch sein wie die Dotierung eines einfachen Aufsichtsratsmitglieds.
- Ein Bestandteil der variablen Vergütung soll den langfristigen Unternehmenserfolg berücksichtigen:
  - Gemessen an der relativen Kursentwicklung
  - Auf Grundlage eines mindestens drei Geschäftsjahre umfassenden Vergleichszeitraums berechnet werden
  - Mindestens 50 % der variablen Vergütung ausmachen

Für die Einführung einer variablen Vergütung existiert zurzeit noch kein allgemein gültiger Maßstab. Hierbei spielt insbesondere auch die Qualifikation der einzelnen Aufsichtratsmitglieder eine signifikante Rolle, um die entsprechenden funktionsbezogenen Anforderungen im Sinne des Unternehmens quantitativ wie auch qualitativ zu erfüllen. Aus diesem Grund ist eine unternehmensspezifische Konkretisierung hinsichtlich der praktischen Umsetzung im Unternehmen vorzunehmen, und es sind die Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts zur Aufsichtsratsvergütung angemessen zu berücksichtigen.

11.4 Fazit zu den praktizierten Beteiligungsprogrammen bei den DAX-30-Unternehmen

Die Auswertung der durchgeführten Untersuchung über praktizierte Beteiligungsprogramme bei den DAX-30-Unternehmen zeigt folgende extrahierte Ergebnisse:

- Die erfolgsorientierte Beteiligung, Belegschaftsaktien und Aktienoptionsprogramme sind die am häufigsten angewandte Form von MAB.
- Aktienoptionen werden ausschließlich den oberen Führungsebenen gewährt.

[401] Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2003), Aufsichtratsvergütung bei deutschen börsennotierten Unternehmen, in: von Rosen, R. (Hrsg.), Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 20, Frankfurt am Main, Januar 2003, S. 82–86

- Bei den anderen beiden Formen werden ebenfalls die nachgelagerten Ebenen einbezogen.
- Die oberen Führungskräfte partizipieren neben den Aktienoptionen auch an den MAB-Programmen der unteren Hierarchie-Ebenen.

Damit bleibt hervorzuheben, dass das obere Management i. d. R. an allen Programmen partizipiert und mit sinkendem Hierarchie-Level der Schwerpunkt in der Erfolgsbeteiligung und den Belegschaftsaktien zu sehen ist. Die möglichen Formen von Genussrechten und stillen Beteiligungen spielen in diesem Teilnehmerportfolio eine eindeutig untergeordnete Rolle. Der Grund für die relativ häufige Verbreitung von Belegschaftsaktien in Höhe von 87 % dürfte darin zu sehen sein, dass diese Programme relativ unkompliziert auszugestalten und in der deutschen Wirtschaft bereits als ein etabliertes Vergütungsinstrument einzustufen sind. Basierend auf einer Schätzung der Arbeitsgemeinschaft zur Förderung der betrieblichen Partnerschaft in der Wirtschaft e. V. lässt sich die Form der Belegschaftsaktie bei ca. 350 Unternehmen finden, in denen schätzungsweise 1,45 Millionen Mitarbeiter beteiligt sind und über ein Aktienkapital in Höhe von 6,7 Mrd. Euro verfügen.[402]

Die Beteiligung der Mitarbeiter im Rahmen des Vergütungsinstruments Aktienoptionen ist im Gegensatz zu der o. g. Möglichkeit der Belegschaftsaktie als eine relativ junge Form einzustufen und weist mit 93 % eine signifikant hohe Implementierungsquote auf. Mit Beginn der neunziger Jahre wurden die ersten Pläne bei deutschen Unternehmen (z. B. Volkswagen, Mercedes-Benz) implementiert, wobei hier eine Orientierung an der Vergütungspraxis in den USA stattfand. Im Laufe der Zeit wurden diese Pläne der so genannten "ersten Generation" aufgrund der starken Kritik modifiziert, indem zusätzliche Performance-Hürden wie z. B. die Koppelung an einen Referenzindex bzw. die Berücksichtigung von so genannten "Caps" und weitere Gestaltungselemente aufgenommen wurden. Des Weiteren fand eine Fortführung des Vergütungstrends aus den USA statt, indem ein Teil des Arbeitsentgelts vom Unternehmenserfolg und/oder der Entwicklung des Unternehmenswerts abhängig gemacht wurde. Nicht zuletzt die institutionellen Investoren betrachteten diese Art der Vergütung als ein geeignetes Instrument, um die Interessen der Shareholder weitestgehend abzubilden.

[402] Vgl. o. V. (1996), Interview: Mitarbeiter-Beteiligung motiviert, in: iT-Marketing, o. Jg., Nr. 5, S. 63–64

Mittlerweile lässt sich hier ein anderer Trend zu wertorientierten Beteiligungsmodellen auf Basis auch von internen Kennziffern verzeichnen. Nicht zuletzt auch wegen der neuen Bilanzierungsregeln auf Basis der Fair-Value-Bewertung nach IFRS 2, SFAS und 123R, die zukünftig dazu führen, dass der Wert der Aktienoptionen als Personalaufwand zu verbuchen ist. Damit dürften die zukünftigen wirtschaftlichen Erfolge der Unternehmen geringer ausfallen als ursprünglich prognostiziert (vgl. Kapitel 9.2.4). Es ist anzunehmen, dass die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex aufgrund des öffentlichen Drucks weiter an Bedeutung gewinnen und die Unternehmen dazu bewegen wird, die Programme entsprechend der dort aufgeführten Anforderungen auszurichten (vgl. Kapitel 7).

Hinsichtlich der adressierten personalwirtschaftlichen Zielsetzungen wurde den folgenden Beiträgen die höchste Bedeutung zugemessen:

- Verhaltensbezogene Zielsetzungen
- Entwicklung eines Bewusstseins für das Shareholder-Value-Konzept
- Vermögensbildung für die Mitarbeiter
- Steigerung der Attraktivität der Unternehmung auf dem internationalen Arbeitsmarkt

Insbesondere die letztgenannte Zielsetzung gewinnt, bezogen auf den nationalen und internationalen Arbeitsmarkt, zunehmend an Bedeutung. Mit der steigenden Globalisierung und dem zunehmenden Wettbewerb um internationale Führungskräfte besteht bei den Unternehmen verstärkt die Notwendigkeit, Beteiligungsprogramme auf Basis von Aktienoptionen bzw. anderer adäquater Beteiligungsinstrumente anzubieten, um Rekrutierungserfolge von Fach- und Führungskräften zu erzielen. Eine attraktive, leistungsorientierte Vergütung gewinnt in Zeiten eines verstärkten internationalen Wettbewerbs um qualifizierte Fach- und Führungskräfte zunehmend an Bedeutung. In diesem Zusammenhang können Entlohnungsformen bei entsprechender Ausgestaltung, bei denen ein Teil der Vergütung von der Entwicklung des Unternehmenswerts abhängt, zur Akquisition, Motivation und Bindung von Leistungsträgern beitragen.[403]

[403] PricewaterhouseCoopers (2000), Wertorientierte Vergütung, Ziele – Modelle – Methoden, Mai 2000

Das gilt analog für Aufsichtsratsvergütung, die wie zuvor beschrieben zunehmend ins Blickfeld der Öffentlichkeit und der institutionellen Investoren gerückt ist. Nicht zuletzt auch durch die negativen Schlagzeilen in jüngster Zeit z. B. über den Enron-Skandal in den USA und die Abfindungsleistungen für den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden von Mannesmann, Klaus Esser.[404] In einer Studie über die Wahrnehmung der Aufsichtsratsfunktionen in Deutschland wurden insbesondere folgende Schwachstellen adressiert:[405]

- Die Aufsichtsräte kommen zu selten zusammen.
- Seitens der Aufsichtsräte findet kaum eine Delegation an einzelne Ratsmitglieder statt.
- Aufsichtsräte übernehmen Informationen von Vorständen zum Teil ungeprüft.
- Die Qualifikation wie auch die Unabhängigkeit des Gremiums, basierend auf dem Auswahlprozess, wird in Frage gestellt.

Hinsichtlich dieser Defizite bezüglich der qualitativen wie auch quantitativen Ausübung des Aufsichtsratsmandats wird auch zunehmend die Angemessenheit und die Struktur der bestehenden Vergütungspraxis dieses Amts kritisch hinterfragt. In Anlehnung an die Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts zur Aufsichtsratsvergütung bei deutschen börsennotierten Unternehmen können die relevanten Unternehmen bei Berücksichtigung der dort beschriebenen Gestaltungselemente und Strukturvorschläge möglichen kritischen Stimmen aus der Öffentlichkeit vorbeugen und einen Beitrag zu einer effektiven Unternehmenskontrolle leisten.

[404] Vgl. o. V. (2003), in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 157, 10.07.2003, S. 15

[405] Deloitte Consulting (2003), "Aufsichtratsvergütung in Deutschland, Aktueller Stand und zukünftige Herausforderungen", in: von Rosen, R. (Hrsg.), Deutsches Aktieninstitut, Aufsichtratsvergütung bei deutschen börsennotierten Unternehmen, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 20, Frankfurt am Main, Januar 2003, S. 12

Teil D: Abschlussbetrachtung

12 Zusammenfassung und Ausblick

Die intensiven und kritischen Diskussionen über Shareholder Value als eine Maxime der Unternehmensführung sowie der aktuelle Stand über die Umsetzung der Corporate-Governance-Aspekte in Deutschland haben dazu geführt, dass die bestehenden Optionspläne für das Top-Management – zu Recht – zunehmend kritisch hinterfragt werden. Mit der vorliegenden Arbeit wurde nachgewiesen, dass es nach wie vor an einer ausreichenden und glaubwürdigen Informationspolitik seitens der verantwortlichen Unternehmensführungen und den Aufsichtsräten der Gesellschaften mangelt. Es wurde anhand konkreter Ausgestaltungsempfehlungen aus dem DCGK und trotz bestehender rechtlicher Grundlagen aufgezeigt, dass sich einige Unternehmen aus dem DAX-30-Segment weiterhin vehement gegen eine transparente Offenlegung der Vorstandsvergütungsstrukturen und -höhen wehren bzw. die neue Gesetzgebung stark kritisieren. Die Analyse der bestehenden Optionspläne für die Vorstände aus dem DAX-30-Segment, die im Jahr 2005 aufgelegt worden ist, hat signifikante Optimierungspotenziale ergeben.

In der vorliegenden Arbeit wurde im theoretischen Teil ein Bewertungsrahmen für die Eignung von Aktienoptionen als ein mögliches Instrument der Management-Vergütung entwickelt, um die in der Öffentlichkeit diskutierten Kritikpunkte zu untersuchen und ggf. nachvollziehbar zu belegen. Mithilfe des Bewertungsrasters und den zugrunde gelegten Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex wurde versucht, die Stärken und Risiken von Optionsplänen zur Intensivierung der Management-Leistung systematisch aufzuzeigen sowie Handlungsempfehlungen abzuleiten. Grundlage für diese Bewertung bildete folgender Kriterienkatalog, der sich in der Feindifferenzierung in insgesamt 26 Unterkriterien aufteilt:

- Transparenz
- Wirtschaftlichkeit
- Leistungsorientierung
- Anreizkompatibilität

- Stragetische Ausrichtung

Die zentralen Ergebnisse dieses Abschnitts werden nachfolgend komprimiert zusammengefasst:

- Mithilfe von Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechten besteht für das Management die Möglichkeit, gezielt Einfluss auf die Höhe des Bilanzgewinns auszuüben und somit den Aktienkurs zu beeinflussen. Gleiches gilt auch für die bis vor kurzem noch legitime Ausklammerung der Kosten in der Gewinn- und Verlustrechnung für die ausgegebenen Optionen an das Management, welche künftig durch die neuen Bilanzierungsrichtlinien ab 2007 als Aufwand zu berücksichtigen sind. Es wäre ein detailliertes bilanzielles Know-how erforderlich, um die Bilanzierungspolitik und -systematik nachzuvollziehen. Selbst Analysten geraten im Rahmen ihrer Bilanzanalysen an ihre Grenzen, ansonsten wären die Bilanzskandale aus der jüngsten Zeit nicht möglich gewesen.
- Des Weiteren wurden detailliert die Risiken zur Ausnutzung von Insiderwissen aufgezeigt. U. a. können anstehende noch nicht kommunizierte Personalveränderungen auf der Vorstandsebene sowie geplante Transaktionen von den Berechtigten genutzt werden, durch eine vorzeitige Ausübung höhere Ausübungsgewinne „mitzunehmen“. Diese Problematiken können weitestgehend dadurch ausgeschlossen werden, dass die Verfügungsfreiheit über Optionen bzw. Aktien eingeschränkt wird und bei bestimmten sich abzeichnenden Ereignissen auch auszuschließen ist. Insbesondere die Berücksichtigung des letztgenannten Aspekts ist bei den derzeitigen Optionsplänen nicht vorgesehen.
- Eine individuelle Beeinflussbarkeit des Aktienkurses durch ein Vorstandsmitglied ist nur sehr begrenzt möglich und empirisch nicht belegt. In diesem Zusammenhang ist u. a. die Free-Rider-Problematik anzuführen. Darunter ist zu verstehen, dass ein Manager für eine Leistung finanziell belohnt wird, für die er keinen signifikant nachweisbaren Beitrag geliefert hat. Dieses Problem lässt sich innerhalb einer Organisationsstruktur nicht elimieren, und es ist an die Verantwortung des Aufsichtsrats zu appellieren, bei der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung keinen zu starken monetären Schwerpunkt auf Aktienoptionen zu legen, sondern auch beeinflussbare interne

Wertschöpfungskennziffern pro Vorstandsressort als Leistungsindikator heranzuziehen.

- Diese Erkentnis widerspricht auch dem häufig genannen Argument, dass Aktienoptionen nur als Vergütungsinstrument für Top-Führungskräfte und nicht für die nachgelagerten Mitarbeiterebenen geeignet sind. Als Argument wird angeführt, dass das Management eines Unternehmens durch seine Entscheidungsbefugnis die Geschicke der Gesellschaft zu leiten, den Aktienkurs direkt beeinflussen kann. Neben der oben erwähnten Free-Rider-Problematik wird die direkte Beeinflussbarkeit durch nicht kontrollierbare externe Markteinflüsse wie z. B. Kapitalmarkttrends und Windfall-Profits ebenfalls zunehmend in Frage gestellt. Als Beispiele sind die exorbitanten Kurssteigerungen zwischen 1997 und 2007 – insbesondere für das Technologiesegment des Aktienmarkts – zu nennen, die zu einem „irrationalen Überschwang“ geführt haben. Gleiches gilt für nicht kontrollierbare Währungs- und Rohstoffpreisschwankungen, die den Marktwert einer Unternehmung beeinflussen und in aller Regel außerhalb der Reichweite von Management-Entscheidungen liegen.
- Es wurde aufgezeigt, dass die missbräuchliche Vornahme von Aktienrückkäufen durch börsennotierte Unternehmen dazu geeignet ist, den Aktienkurs in einen Aufwärtstrend zu versetzen. Auch wenn Aktienrückkäufe u. a. dafür eingesetzt werden, dem Markt seitens des Managements zu signalisieren, dass die Gewinnaussichten und Wachstumspotenziale des Unternehmens positiv zu beurteilen sind, bleibt die Gefahr einer missbräuchlichen Anwendung bestehen. Dieses impliziert eine fragwürdige Interpretation des Shareholder-Value-Ansatzes, indem durch die Manipulation des Marktpreises eine Vorspielung falscher Tatsachen erfolgt. Damit kann dem Unternehmen und demzufolge auch den Share- und Stakeholdern nachhaltig Schaden zugefügt werden.
- Insbesondere wurde vertieft auf die besondere Verantwortung und Aufgabe des Aufsichtsrats bei der Festlegung und Ausgestaltung der Vorstandsvergütung eingegangen. Stärker als bisher in der Vergangenheit üblich wird sich der Aufsichtsrat als Kontrollorgan der Gesellschaft mit diesem Thema intensiver auseinander setzen müssen. Vor allem um sicherzustellen, dass der

Ordnungsrahmen des DCGK für die Organvergütung von börsennotierten Gesellschaften beachtet und umgesetzt wird. Nicht zuletzt auch die öffentliche Diskussion um die Angemessenheit der Vorstandsvergütung und die Optionsskandale aus der jüngsten Vergangenheit sollten dazu beitragen, ein entsprechendes Verantwortungsbewusstsein bei den Aufsichtsräten schon aus diesem Grund stärker hervorzurufen. Dieses zeigen auch die Veröffentlichungen über die zusätzlichen Einnahmen von Vorständen aus Optionsprogrammen von international agierenden Konzernen. *„Rund zwölf Millionen Euro dürfte der Niederländer in diesem Jahr dank üppiger Aktienoptionen und steigender Kurse kassieren. Eine Rechtfertigung solcher Summen fällt selbst RWE-Managern schwer.“*[406]
Auch wenn hier die gesetzlichen Anforderungen ein intensiveres Agieren der Aufsichtsräte künftig stärker einfordern, wäre es im Sinne einer glaubwürdigen Kommunikationspolitik wünschenswert, zusätzliche Initiativen für eine höhere Transparenz aus diesem Gremium zu sehen. Dazu zählt u. a., dass der Aufsichtsrat in regelmäßigen Abständen mit den Anlegern über die Gehaltshöhen und -strukturen des Vorstands kommuniziert und bei Handlungsbedarf adäquate Maßnahmen einleitet. Auch die Institutionalisierung eines unabhängigen „Compensation Committee“ wäre ein erster und wichtiger Schritt, um wahrgenommene Defizite auf dem Gebiet der Transparenz professionell zu beseitigen. Die Erkenntnisse über mangelnde Transparenz der Vergütungshöhen und -strukturen sowie der Stand zur Umsetzung der DCGK-Richtlinien implizieren damit eindeutige Optimierungspotenziale.

- Des Weiteren wurde in der Arbeit kritisch aufgezeigt, dass zwischen unternehmerischen Entscheidungen, die aus dem Shareholder-Value-Prinzip abgeleitet werden, und angestrebten sozialpolitischen Zielvorstellungen gravierende Konflikte auftreten können. Dieses trifft insbesondere dann zu, wenn Unternehmen trotz guter wirtschaftlicher Lage zusätzliche Personalabbaumaßnahmen initiieren, um die Aktienrendite zu steigern.[407] Diese unternehmerischen Entscheidungen werden nicht nur von der Gesellschaft und

[406] Dohmen, F., Jung, A. (2006), Energiepreise, Vier gegen alle, in: Spiegel, 12.6.2006, Nr. 24, S. 82
[407] Aktuelles Beispiel dazu: Um 30 % sollen die Einkünfte der Siemens-Spitzenmanager im nächsten Geschäftsjahr steigen. Bundestagsvizepräsident Wolfgang Thierse warf der Führung des Münchner Konzerns asoziales Verhalten angesichts des Stellenabbaus in der Sparte SBS vor. Fritz Schösser, Chef des Deutschen Gewerkschaftsbunds in Bayern, formulierte es ebenfalls drastisch: „Das grenzt schon an persönliche Bereicherung“, in: faz.net (2006), o. V., „Vorstandsgehälter, Stunde der Populisten“, 22.09.2006

der Politik nachhaltig kritisiert, sondern zunehmend auch von Aktienanalysten. Deren Befürchtung lautet, dass die Unternehmensführung sich zu stark auf Personalabbaumaßnahmen fokussiert und weniger auf die Entwicklung von neuen wertschöpfenden Geschäftsfeldern, die langfristig die wirtschaftliche Existenz des Unternehmens sichern.

- Durch den Einsatz von Optionspreismodellen und Benchmarking-Daten ist ein wesentlicher Beitrag zu einer höheren Transparenz über die Vergütungshöhen der Vorstände, die aus Optionsprogrammen möglich sind, zu realisieren. Es wurde gezeigt, dass bei Zugrundelegung elementarer Annahmen die Werthaltigkeit von Optionen, die als Vergütungskomponente ausgegeben wurde, sich rechnerisch mit hinreichender Präzision ermitteln lässt. Einer transparenten Kommunikation auf dem Gebiet der Vorstandsvergütung sowie einer validen Wirtschaftlichkeitsanalyse von Aktienoptionsprogrammen stehen somit keine mathematisch unüberwindbaren Hürden im Wege. Letztlich scheitert diese Informationsmöglichkeit derzeit an der Bereitschaft der Unternehmen, diese Daten in den Geschäftsberichten zu veröffentlichen.
- Im engen Zusammenhang damit steht die Problematik von möglichen Verwässerungseffekten, die im Zuge der Gewährung von Optionen entstehen können. Hier müssen Altaktionäre, wenn die Bezugsberechtigten ihre Bezugsrechte ausüben, einen Rückgang ihres rechnerischen Anteils am Unternehmen und eine Reduzierung des prozentualen Gewichts ihrer Stimmrechte hinnehmen. Aufgezeigte Beispiele in der Arbeit haben gezeigt, dass in der Praxis aufgelegte Optionsprogramme zu signifikanten Verwässerungseffekten führen können. Daraus resultiert eine wesentliche Schwachstelle der bestehenden rechtlichen Regelungen, die keine Verpflichtung zur Offenlegung des Ausübungszeitpunkts und der Anzahl der von Bezugsberechtigten ausgeübten Optionen vorsieht. Mit beiden Informationen wäre die Größenordnung einer Kapitalverwässerung zu berechnen. Festzuhalten bleibt die Erkenntnis, dass derartige Bewertungen aus Gründen der Kostentransparenz unerlässlich sind und damit eine wichtige Anforderung gängiger Corporate-Governance-Standards erfüllt wird.
- In der Vergangenheit mussten die betriebswirtschaftlichen Kosten von Aktienoptionsprogrammen in der Gewinn- und Verlustrechnung nicht als

Personalaufwand ausgewiesen werden. Dieses ist insofern von Bedeutung, da einschlägige Studien zu dem Ergebnis geführt haben, dass z. B. die Gewinne der 500 größten Unternehmen in den USA in dem Geschäftsjahr um 30 % geringer ausgefallen wären. Mit den neuen Bilanzierungsregeln müssen Unternehmen, die nach US-GAAP bilanzieren, nach Ablauf einer Übergangsfrist bis 2007 den rechnerischen Marktwert der Optionen als Aufwand erfassen. Die Aufbereitung von getroffenen Aussagen von Unternehmen, die Optionen an ihr Management ausgeben, führen zu der Erkenntnis, das die Ausgabe von Aktienoptionen infolge der neuen Bilanzierungsvorschriften zukünftig restriktiver erfolgen wird. Als Ergebnis bleibt festzuhalten, dass börsennotierte Gesellschaften in der Vergangenheit Vorstände großzügig mit Aktienoptionen bedienen konnten, ohne die betriebswirtschaftlichen Kosten dieser Programme auszuweisen. Es ist als sehr bedenklich einzustufen, dass erst durch die neue Vorschrift kostensensibler mit diesem Vergütungsinstrument umgegangen wird und eine verdeckte „Selbstbedienungsmentalität“ nicht auszuschließen ist.

- Es wurde gezeigt, dass im Gegensatz zu „Plänen der ersten Generation“[408] die Unternehmen erfreulicherweise wesentliche Corporate-Governance-Standards bei der Ausgestaltung ihrer Aktienoptionspläne berücksichtigt haben. Dazu zählen vor allem die Berücksichtung von so genannten Ausübungshürden im Rahmen von zu erreichenden Renditegrößen bzw. zugrunde gelegten Referenzindizes sowie die Einbindung von so genannten Wertobergrenzen (Caps). Allerdings bleibt festzuhalten, dass eine Berücksichtigung dieses Ausgestaltungsparameters keine Aussage über die Qualität dieser Kriterien erlaubt.

Im Anschluss an die theroretische Gundlegung zur Bewertung von Aktienoptionen wurden in der vorliegenden Arbeit die an die Vorstände der DAX-30-Unternehmen ausgegebenen Aktienoptionspläne hinsichtlich der Indentifikation von Optimierungspotenzialen analysiert. Um eine strukturierte und systematische Bewertung durchzuführen, wurde ein fünfstufiges Bewertungsraster zugrunde gelegt, welches sich aus den folgenden zehn Kriterien zusammensetzt:

[408] Dazu zählen u. a. die Pläne von Volkswagen und DaimlerChrysler, die Anfang der neunziger Jahre an das Management ausgegeben worden sind

- Renditeziele
- Referenzindex
- Verknüpfung der Zielgrößen Renditeziel und Referenzindex
- Laufzeiten
- Sperrfristen
- Ausübungsfenster
- Wertobergrenze (Cap)
- Basispreisberechnung
- Eigeninvest
- Bilanzierung

Darüber hinaus wurde im Jahr 2002 eine empirische Fragebogenaktion zum Thema Mitarbeiterbeteiligungsprogramme und die damit verbundenen Zielsetzungen bei den DAX-30-Unternehmen durchgeführt. Die nachfolgende Zusammenfassung der empirischen Auswertung der in 2005 aufgelegten Optionspläne für die Vorstände der DAX-30-Unternehmen lässt gravierende Unterschiede in der Festlegung der angestrebten Zielgröße erkennen und zeigt signifikante Optimierungspotenziale auf. Die zentralen Ergebnisse dieser beiden Analysen werden nachfolgend zusammengefast:

- Zunächst konnte aufgezeigt werden, dass die Bereitschaft der Unternehmen, die Vorstandsgehälter individualisiert nach Höhe und Struktur pro Vorstandsmitglied zu veröffentlichen, erst durch die Einführung einer verpflichtenden gesetzlichen Grundlage erfolgt ist. Acht Unternehmen richten sich weiterhin strikt an der zeitlichen Vorgabe zur erstmaligen Verpflichtung der Daten aus und weigern sich, vor diesem Zeitpunkt (2007) Daten in den Geschäftsberichten auszuweisen. Den Verantwortlichen kann für dieses Verhalten kein Gütesiegel vergeben werden, und eine höhere Bereitschaft für die freiwillige Bereitstellung dieser Informationen wäre im Zuge einer transparenten Kommunikationspolitik wünschenswert gewesen.
- Es bleibt festzuhalten, dass sich eine Mehrheit der Unternehmen an den neuen einheitlichen Bilanzierungsregeln orientiert und die Aufwände für die Optionspläne als Personalaufwand verbucht. Das ist positiv zu beurteilen, aber auch hier musste zunächst eine gesetzliche Grundlage geschaffen werden, um die Verantwortlichen zu verpflichten, diese bisher verschwiegenen Kosten ertragswirksam und damit erstmalig nachvollziehbar auszuweisen. Dieses

Verhalten kann auch so interpretiert werden, dass sachlich nicht zu rechtfertigende Gehaltssteigerungen für die Vorstände bewusst nicht in die Öffentlichkeit getragen werden sollten, um die Situation einer schwerlich zu leistenden Rechtfertigung zu vermeiden. Da inbesondere die Optionspläne aus der Vergangenheit von einer fehlenden Informationspolitik betroffen waren, besteht der Vedacht, dass bewusst Gehaltserhöhungen unbemerkt an den Aktionären vorbei durchgesetzt worden sind. Auf Basis dieser Erkenntnisse lässt sich ein klares Fehlverhalten der Unternehmensführung und des Aufsichtsrats, dem Kontrollorgan der Gesellschaft, ableiten.

- Als ein wesentlicher Grund für die Einführung von Aktienoptionsplänen wird die Anlehnung an den Shareholder-Value-Ansatz aufgeführt, um die Interessen der Aktionäre und die der Unternehmensführung in gleichem Maße zu berücksichtigen. Die Analyse der zugrunde gelegten Renditeziele als Messlatte der gewünschten Management-Leistung lässt allerdings Zweifel an der Harmonisierung der Interessenlage dieser beiden Akteure aufkommen. Fast die Hälfte der DAX-30-Unternehmen fordert von der Unternehmensführung weniger als eine dreiprozentige Renditesteigerung pro Jahr. Der Verzicht auf eine angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals der Aktionäre lässt zumindest für die hier relevanten Unternehmen als Ergebnis díe Schlussfolgerung zu, dass diese Pläne nicht mit dem Shareholder-Value-Gedanken zu begründen sind. Alternativ kann diese Feststellung auch dahingehend interpretiert werden, dass vielmehr die Berücksichtigung der Interessen der Unternehmensführung bei der Ausgestaltung der Pläne in den Vordergrund rückt.
- Positiv bleibt festzuhalten, dass die Mehrheit der Unternehmen einen Referenzindex als Leistungsmaßstab zugrunde legt. Ein Verzicht wäre auch nicht mit dem Shareholder-Value-Ansatz zu vereinbaren, da die Aktionäre letztlich mit ihrer Kapitalgebung darauf vertrauen, dass das Management des von ihnen gewählten Unternehmens mindestens vergleichbare wirtschaftliche Ergebnisse erzielt wie der Wettbewerb. Die Analyse der Optionspläne zeigt aber auch, dass sich die Anlehnung an einen Referenzindex noch nicht ganz durchgesetzt hat, und weiterhin Unternehmen darauf verzichten, sich dem direkten bzw. indirekten Vergleich mit dem Wettbewerb zu stellen. Als Argument wird vielfach die fehlende Vergleichsmöglichkeit mit einem geeigneten Index aufgeführt. Dieses Argument ist berechtigt, da nur ein sorgfältig zusammengestellter Index eine valide

Grundlage für einen objektiven Vergleich bildet. Die Befunde der durchgeführten Analyse zeigen allerdings auch, dass die Unternehmen mit einer fehlenden Indexbindung in der Mehrheit Renditeziele von weniger als 3 % in ihren Optionsbedingungen vorsehen. Gerade bei diesen Unternehmen wäre zu erwarten gewesen, dass der Verzicht eines Referenzindexes mit einem ambitionierten Renditeziel kompensiert wird. Hier zeigen sich signifikante Optimierungspotenziale, und der Unternehmensführung wie auch dem Aufsichtsrat ist auch hier kein Gütesiegel im Sinne der Corporate-Governance-Thematik zu vergeben.

- Aber auch die Berücksichtigung eines Renditeziels und eines Referenzindexes ist noch kein Garant für eine anreizorientierte Ausgestaltung der Optionspläne. Um nicht gänzlich auf den Aktienkurs abzustellen, empfiehlt es sich – wie bereits aufgeführt – einen adäquaten Index zugrunde zu legen, um sicherzustellen, dass das Management nicht nur für mögliche Windfall-Profits belohnt wird, sondern darüber hinaus im Vergleich zum Wettbwerb einen besseren Aktienkursverlauf aufzeigen sollte. Als ein weiterer wesentlicher Kritikpunkt der Analyse hat sich ergeben, dass lediglich eine geringe Anzahl von Unternehmen eine „Und-Verbindung“ dieser beiden Zielgrößen im Rahmen der gesamten Performance-Messung vorsehen. Es zeigt sich, dass auch hier bei näherer Betrachtung die Interessen des Managements in den Vordergrund gestellt werden. Diese Erkenntnis lässt die alternative Schlussfolgerung zu, dass für die Notwendigkeit der Gewährung von Optionsplänen der Shareholder-Value-Ansatz als vermeintliche Grundlage herangezogen wird, um Einkommenschancen für das Management fadenscheinig durchzusetzen.
- Die Art und Weise, wie einige Unternehmen aus dem DAX-30-Segment die Methodik der Basispreisberechnung festlegen, lässt die Schlussfolgerung zu, dass mögliche unvorhergesehene Schwankungen der Kursbewegung unkritisch in Kauf genommen werden. Auch diese Fehlkonstruktion lässt auf eine zumindest „managementfreundliche“ Ausrichtung schließen, welche die Sichtweise des Shareholder-Value-Ansatzes nur mangelhaft einbezieht.
- Die Umsetzung der Ausgestaltungsparameter Ausübungsfenster, Wertobergrenze, Laufzeiten und Sperrfristen sind grundsätzlich positiv hervorzuheben. Unter dem Apsekt der Risikominimierung ist allerdings kritisch

aufzuführen, dass acht Gesellschaften keine Wertobergrenze für mögliche finanzielle Zuwendungen aus den Optionsprogrammen für das Management vorsehen und somit bewusst das Risiko unkalkulierbarer Aufwendungen billigend in Kauf nehmen

- Als ein wesentliches Ergebnis der empirischen Untersuchung über praktizierte Beteiligungsprogamme bleibt feszuhalten, dass Aktienoptionen neben Belegschaftsaktien und der erfolgsorientierten Beteiligung die am häufigsten angewandte Form darstellen. Des Weiteren wurde festgestellt, dass das Top-Management in den überwiegenden Fällen an fast allen Beteiligungsprogrammen partizipiert. Die Erkenntnis über diese Beteiligungshäufigkeit bei den Vorständen zeigt die Notwendigkeit für eine intensive und anreizorientierte Optimierung der bestehenden Optionspläne.

- Ferner bleibt festzuhalten, dass sich die Gewährung von Aktienoptionen nicht nur ausschließlich auf die Zielgruppe des Top-Managements fokussieren, sondern auch die nachgelagerten Mitarbeiterebenen einbeziehen sollte. In der Arbeit wurde nachgewiesen, dass letztlich auch der Vorstand durch sein Handeln nicht in der Lage ist, den Aktienkurs nachhaltig zu beeinflussen, sondern überwiegend externe Faktoren ihren Einfluss geltend machen. Die These der alleinigen Beeinflussbarkeit durch das Top-Management wurde fälschlicherweise als Hauptargument aufgeführt, um die meist alleinige Einbeziehung dieser Personen zu rechtfertigen. Aus motivationstechnischen Überlegungen heraus könnte es deswegen sinnvoll sein, den Bezugsberechtigten-Kreis auf alle Mitarbeiter zu erweitern. Mit dieser Erweiterung könnte es gelingen, im Sinne des Value Development die beiden Ansätze des Shareholder und Stakeholder Value stärker miteinander zu verbinden. Die Steigerung der Wirtschaftlichkeit und Entwicklung des Unternehmenswerts in Relation zur gewünschten Steigerung der Mitarbeiterleistung sowie der Entwicklung einer Unternehmenskultur würden sich damit gegenseitig bedingen.

Die Ergebnisse dieser empirischen Befunde zeigen einen signifikanten Optimierungsbedarf der bestehenden Aktienoptionspläne. Auch wenn diese Erkenntnisse zu der Schlussfolgerung führen könnten, Aktienoptionen als ein nicht geeignetes Instrument der Management-Vergütung einzustufen, bleibt abschließend festzuhalten, dass dieses Vergütungsinstrumentarium bei einer

anreizorientierten Ausgestaltung die Ansätze des Shareholder- und Stakeholder-Aspekts durchaus zusammenführen kann. Dafür ist es unabdingbar, sich mit den in dieser Arbeit aufgeführten Schwachstellen intensiv zu beschäftigen und auch den Aufsichtsrat als das Kontrollorgan der Gesellschaft bei der Ausgestaltung der Management-Vergütung stärker in die Verantwortung zu nehmen.

Allerdings zeigen leider insbesondere die jüngsten Options-Skandale in den USA, dass das Vertrauen in dieses Vergütungsinstrument seitens der Öffentlichkeit stark erschüttert worden ist, und es bleibt zu hoffen, dass die SEC, wie angekündigt, diese kriminellen Verfehlungen nachhaltig verfolgt, und die Drahtzieher zur Rechenschaft gezogen werden.[409]

Grundsätzlich bleibt aber festzuhalten, dass aktienkursbasierte Beteiligungsprogramme als ein Instrument der Management-Vergütung geeignet sind. Allerdings ist eine ausschließliche Orientierung an dem Verlauf des Aktienkurses als Indikator für die Bewertung der Management-Leistung abzulehnen. Eine unternehmensspezifische Vernetzung mit internen Kennzahlen bildet eine Alternative, wie z.B. im Rahmen von Performance-Shares, um das Management anreizorientiert und mit beeinflussbaren Zielgrößen zu intensivieren, ohne dabei den Kapitalmarkt zu ignorieren.

Als ein weiteres und abschließendes Ergebnis dieser Arbeit lassen sich insbesondere für das Personalmanagement zusätzliche Handlungsfelder ableiten. Dem qualifizierten Personalmanagement werden hier neben den klassischen Arbeitsfeldern wie z. B. Recruiting und Fortbildung neue Arbeitsperspektiven mit strategischer Bedeutung für die Entgeltgestaltung des Managements eröffnet.[410] Die Komplexität dieser Thematik und Bedeutung für das Unternehmen erfordern vom Personalmanagement mehr denn je eine gestaltende und begleitende Funktion bei der Umsetzung der genannten Optimierungspotenziale.

„Es wäre schon eine besondere Ironie, wenn gerade die quantitativ ausgerichtete Shareholder-Value-Diskussion dafür verantwortlich sein sollte, dass das Personalmanagement seine seit langer Zeit vermisste Anerkennung wieder finden kann."[411]

---

[409] Vgl. Saul, S. (2006), Study Finds Backdating of Options Widespread, in: The New York Times, 17. Juli 2006
[410] Vgl. Fröhlich, W. (1998), Value Development durch Personalmanagement, in: Fröhlich, W. (Hrsg.), Value Development: Zukunft der Personalarbeit, Frechen, S. 27
[411] Ebenda

Anhang Detaillierte Übersicht zur Einzelbewertung der DAX-30 Optionspläne

Planart und Renditeziele

Nr.	Unternehmen	Planart	Renditeziele	Bewertung
1	Adidas-Salomon	AOP in 2005 nicht neu aufgelegt	–	–
2	Allianz	SAR	Der Aktienkurs muss den Referenzkurs bei Ausübung innerhalb von 7 Jahren um mindestens 20 % übersteigen (2,9 % p.a.)	
3	Altana	AOP	Ausübungshürde von 20 % in 7 Jahren (2,9 % p.a) und zusätzliche interne Renditeziele	
4	BASF	SAR	Steigerung des Wertes der Aktie um 30 % in 8 Jahren (3,3 % p.a)	
5	Bayer	Performance Cash Plan	Steigerung des Wertes der Aktie um 15% in 3 Jahren (4,8% p.a.)	
6	BMW	Kein AOP aufgelegt	–	–
7	Commerzbank	SAR	Honoriert wird eine Kurssteigerung um mindestens 25 % bis maximal 52 % in 5 Jahren (mind. 5 % p.a. bis max. 10,4%))	
8	Continental	AOP	Steigerung des Wertes der Aktie um 15 % in 5 Jahren (2,8 % p.a.)	
9	DaimlerChrysler	Plan mit internen Performance-Hürden	–	–
10	Deutsche Bank	AOP 2005 nicht aufgelegt	–	–
11	Deutsche Börse	SAR	kein Renditeziel	
12	Deutsche Post	SAR	Gestaffelt: Ausübung 1 von 6 Optionen, wenn der Endkurs der Aktie mind. 10 % über dem Ausübungspreis liegt (p.a.3,2 %); 2 von 6 Optionen bei 15 % (4,8 %); 3 bei 20 % (6,3 %); 4 bei 25 % (5,5 %)	
13	Deutsche Telekom	Mid-Term- Incentive Plan (cash-based)	Steigerung des Wertes der Aktie um 30 % in 3 Jahren (10 % p.a.)	
14	E.ON	SAR	Steigerung des Aktienkurses bei Ausübung um mind. 10 % über dem Basiskurs in 7 Jahren (1,4 % p.a.)	
15	Fresenius	AOP auf Basis von Wandelschuld-verschreibungen	Steigerung des Wertes der Aktie um 25 % in 10 Jahren (2,5 % p.a.)	
16	Henkel	Internes cashbasiertes Programm (AOP nicht neu aufgelegt)	–	–
17	HypoVereinsbank	Virtuelle Aktien (cash-based)	–	–
18	Infineon	AOP	Steigerung des Wertes der Aktie in 7 Jahren um 5 % (0,7 % p.a.)	
19	Linde	AOP	Steigerung des Wertes der Aktie in 7 Jahren um 20 % (2,9 % p.a.)	
20	Lufthansa	SAR	kein Renditeziel	
21	MAN	SAR	Steigerung des Wertes der Aktie in 7 Jahren um mind. 20 % (2,6 % p.a.)	
22	Metro	Aktienprogramm auf Basis von Prämien	Steigerung des Wertes der Aktie in 3 Jahren um 15 % (5 % p.a.)	
23	Münchener Rück	SAR	Steigerung des Wertes der Aktie in 7 Jahren um 20 % (2,5 % p.a.)	
24	RWE	Performance Shares	kein Renditeziel	
25	SAP	SOP	Steigerung des Wertes der Aktie in 5 Jahren um 10 % (2 % p.a.)	
26	Schering	SAR	Steigerung des Wertes der Aktie in 7 Jahren um 30 % (4,3 % p.a.)	
27	Siemens	AOP/SAR	Steigerung des Wertes der Aktie in 5 Jahren um 20% (2,9% p.a.)	
28	ThyssenKrupp	Incentiveplan mit internen Bemessungs-grundlagen	–	–
29	TUI	Virtuelle Aktien	–	–
30	Volkswagen	Wandelschuld-verschreibungen	5% p.a.	

Tabelle 21: Detailbewertung Planart und Renditeziele
Quelle: Eigene Darstellung

Referenzindex

Nr.	Unternehmen	Basis Referenzindex	Bewertung
1	Adidas-Salomon	–	–
2	Allianz	Der Kurs der Aktie hat während der Laufzeit den Dow Jones Europe STOXX Price Index mindestens einmal während eines Zeiraumes von 5 aufeinander folgenden Börsentagen zu übertreffen	
3	Altana	Übertreffen des DJStoxx Healthcare (70%) und DJStoxx Chemicals (30%) durch eine Addition gewichteter Werte	
4	BASF	Ziel ist erfüllt, wenn die kumulierte Wertsteigerung der BASF-Aktie den Anstieg des MSCI World Chemicals IndexSM übersteigt (relative Hürde)	
5	Bayer	Relative Performance zum Vergleichsindex EURO STOXX 50SM	
6	BMW	–	–
7	Commerzbank	Wertentwicklung muss den Dow Jones Euro Stoxx® Bank Index übertreffen (Zielbandbreiten zwischen mind. 1% und max. 10%)	
8	Continental	Referenzindex Dax mit einem Outperformance-Abschlag bzw. Zuschlag von 2% des Ausgabekurses für 1% besser bzw. schlechter als Dax; ebenfalls EBIT-Abschlag möglich	
9	DaimlerChrysler	–	–
10	Deutsche Bank	–	–
11	Deutsche Börse	Die Höhe der Barauszahlung ist abhängig von der relativen Entwicklung gegenüber dem Dow Jones STOXX 600 Technology Index (1€ pro 1% Outperformance)	
12	Deutsche Post	Ausübung von einer Option (von sechs), wenn Aktienkurs mind. der Wertentwicklung des EURO STOXX Total Return Index entspricht; Gewähurng einer weiteren Option beim Übertreffen des Referenzindexes um 10%	
13	Deutsche Telekom	Outperformance gegenüber Dow Jones Euro STOXX Total Return-Index	
14	E.ON	Die E.ON-Aktie muss zwischen Ausgabe der SAR's den Dow Jones STOXX Utilities Index an mind. 10 aufeinander folgenden Handelstagen übertreffen	
15	Fresenius	kein Referenzindex	
16	Henkel	–	–
17	HypoVereinsbank	–	–
18	Infineon	kein Referenzindex	
19	Linde	kein Referenzindex	
20	Lufthansa	Zu erzielende Outperformance aus einem Referenzindex mit 7 europischen Airlines	
21	MAN	Zu erzielende Outperformance gegenüber EuroStoxx50 nach Ablauf der Sperrfrist an 5 aufeinander folgenden Tagen	
22	Metro	Zu erzielende Outperformance gegenüber Prime Xetra Retail und DJ Euro Stoxx Retail	
23	Münchener Rück	Zu erzielende Outperformance gegenüber EuroStoxx 50	
24	RWE	Zu erzielende Outperformance gegenüber Stoxx Utility Index	
25	SAP	kein Referenzindex	
26	Schering	Zu erzielende Outperformance gegenüber MSCI World Pharma&Biotech	
27	Siemens	kein Referenzindex	
28	ThyssenKrupp	–	–
29	TUI	–	–
30	Volkswagen	kein Referenzindex	

Tabelle 22: Detailbewertung Referenzindex
Quelle: Eigene Darstellung

Vernetzung der Zielgrößen Renditeziel und Referenzindex

Nr.	Unternehmen	Vernetzung der Ziele	Bewertung
1	Adidas-Salomon	_	–
2	Allianz	Und-Verbindung	
3	Altana	Nur Referenzindex	
4	BASF	Oder-Verbindung	
5	Bayer	Gestaffelt	
6	BMW	_	–
7	Commerzbank	Oder-Verbindung	
8	Continental	Oder-Verbindung	
9	DaimlerChrysler	_	–
10	Deutsche Bank	_	–
11	Deutsche Börse	Nur Referenzindex	
12	Deutsche Post	Gestaffelt	
13	Deutsche Telekom	Oder-Verbindung	
14	E.ON	Und-Verbindung	
15	Fresenius	Nur Referenzindex	
16	Henkel	_	–
17	HypoVereinsbank	_	–
18	Infineon	Nur ein Renditeziel	
19	Linde	Nur ein Renditeziel	
20	Lufthansa	Nur Referenzindex	
21	MAN	und-Verbindung	
22	Metro	Zum Teil	
23	Münchener Rück	Und-Verbindung	
24	RWE	Nur ein Renditeziel	
25	SAP	Nur ein Renditeziel	
26	Schering	Oder-Verbindung	
27	Siemens	Nur ein Renditeziel	
28	ThyssenKrupp	_	–
29	TUI	_	–
30	Volkswagen	Nur ein Renditeziel	

Tabelle 23: Detailbewertung Vernetzung der Ziele
Quelle: Eigene Darstellung

Laufzeiten

Nr.	Unternehmen	Laufzeiten	Bewertung
1	Adidas-Salomon	–	–
2	Allianz	7 Jahre	
3	Altana	5 Jahre	
4	BASF	8 Jahre	
5	Bayer	5 Jahre	
6	BMW	–	–
7	Commerzbank	5 Jahre	
8	Continental	5 Jahre	
9	DaimlerChrysler	–	–
10	Deutsche Bank	–	–
11	Deutsche Börse	5 Jahre	
12	Deutsche Post	5 Jahre	
13	Deutsche Telekom	3 Jahre	
14	E.ON	7 Jahre	
15	Fresenius	10 Jahre	
16	Henkel	–	–
17	HypoVereinsbank	–	–
18	Infineon	7 Jahre	
19	Linde	7 Jahre	
20	Lufthansa	4 Jahre	
21	MAN	7 Jahre	
22	Metro	3 Jahre	
23	Münchener Rück	7 Jahre	
24	RWE	3 Jahre	
25	SAP	5 Jahre	
26	Schering	7 Jahre	
27	Siemens	5 Jahre	
28	ThyssenKrupp	–	–
29	TUI	–	–
30	Volkswagen	5 Jahre	

Tabelle 24: Detailbewertung Laufzeiten
Quelle: Eigene Darstellung

Sperrfristen

Nr.	Unternehmen	Sperrfrist	Bewertung
1	Adidas-Salomon	–	–
2	Allianz	2 Jahre	
3	Altana	2 Jahre	
4	BASF	2 Jahre	
5	Bayer	3 Jahre	
6	BMW	–	–
7	Commerzbank	3 Jahre	
8	Continental	3 Jahre	
9	DaimlerChrysler	–	–
10	Deutsche Bank	–	–
11	Deutsche Börse	3 Jahre	
12	Deutsche Post	3 Jahre	
13	Deutsche Telekom	3 Jahre	
14	E.ON	2 Jahre	
15	Fresenius	Gestaffelt 2 bis 4 Jahre	
16	Henkel	–	–
17	HypoVereinsbank	–	–
18	Infineon	Gestaffelt 2 bis 4 Jahre	
19	Linde	2 Jahre	
20	Lufthansa	Gestaffelt 3 Jahre	
21	MAN	2 Jahre	
22	Metro	3 Jahre	
23	Münchener Rück	2 Jahre	
24	RWE	3 Jahre	
25	SAP	2 Jahre	
26	Schering	3 Jahre	
27	Siemens	2 Jahre	
28	ThyssenKrupp	–	–
29	TUI	–	–
30	Volkswagen	2 Jahre	

Tabelle 25: Detailbewertung Sperrfristen
Quelle: Eigene Darstellung

Ausübungsfenster

Nr.	Unternehmen	Ausübungsfenster	Bewertung
1	Adidas-Salomon	–	–
2	Allianz	Closed period 2 Wochen vor den Quartalsberichten; 6 Wochen vor Veröffentlichung des Geschäftsberichts	
3	Altana	Sperrfrist von 10 Handelstagen vor externer Berichterstattung	
4	BASF	Closed period 4 Wochen vor Publikation; 6 Wochen vor der Hauptversammlung und 2 Wochen vor Ablauf des Geschäftsjahres	
5	Bayer	Closed period mit Beginn des Quartals bis 2 Handelstage nach Bekanntgabe Ergebnis für vorheriges Quartal	
6	BMW	–	–
7	Commerzbank	Messtag Ende 1. Quartal, gezahlt im Juni	
8	Continental	Open Period 4 Wochen nach HV, Publikationen	
9	DaimlerChrysler	–	–
10	Deutsche Bank	–	–
11	Deutsche Börse	Open period 14-tägig alle drei Monate	
12	Deutsche Post	Closed Period 20 Tage vor einschlägigen Veröffentlichungen	
13	Deutsche Telekom	Klar definiert zum Ende	
14	E.ON	20 Tage nach Veröffentlichungen	
15	Fresenius	15 Tage nach der Hauptversammlung oder Berichterstattung bzw. auch Jahresende	
16	Henkel	–	–
17	HypoVereinsbank	–	–
18	Infineon	2 Wochen vor den Veröffentlichungen	
19	Linde	Black-out periods 3 Wochen vor Publikationen	
20	Lufthansa	Auf den Tag genau definiert	
21	MAN	Black-out period 3 Wochen vor Veröffentlichung des und 2 Wochen Quartalsberichts Q1, Q3	
22	Metro	Stichtagsbezogen 8 Wochen nach der Hauptversammlung	
23	Münchener Rück	Black-out 4 Wochen vor Veröffentlichung der Quartalsdaten und 8 Wochen von dem Jahresabschluss	
24	RWE	Zum Ende genau definiert	
25	SAP	Genau definierte Black-out periods (zwischen 16. des letzten Monats eines Quartals und Bekanntgabe der Quartalsergebnisse)	
26	Schering	Closed period, ca. 1 Monat vor Quartalsabschlüsse	
27	Siemens	Closed period, 2 Wochen vor Berichtsperioden	
28	ThyssenKrupp	–	–
29	TUI	–	–
30	Volkswagen	Spezielle Ausübungsfenster und ganzjährig mit Ausnahmen	

Tabelle 26: Detailbewertung Ausübungsfenster
Quelle: Eigene Darstellung

Wertobergrenze (Cap)

Nr.	Unternehmen	Wertobergrenze (Cap)	Bewertung
1	Adidas-Salomon	–	–
2	Allianz	max. 150% des Referenzkurses. Referenzkurs ist der Kurs der Allianz-Aktie zum Zeitpunkt der Gewährung	
3	Altana	100% des Basispreises	
4	BASF	maximaler Ausübungsgewinn das 10-fache des Eigeninvestments	
5	Bayer	200% Planzielwert	
6	BMW	–	–
7	Commerzbank	Max. 100 € je Aktie	
8	Continental	Cap (4-facher Ausgabekurs)	
9	DaimlerChrysler	–	–
10	Deutsche Bank	–	–
11	Deutsche Börse	kein	
12	Deutsche Post	kein	
13	Deutsche Telekom	max. 15% des Zielgehalts pro Zielgröße	
14	E.ON	bei 100%	
15	Fresenius	kein	
16	Henkel	–	–
17	HypoVereinsbank	–	–
18	Infineon	kein	
19	Linde	kein	
20	Lufthansa	30%	
21	MAN	max. 24 pro SAR	
22	Metro	Max. Jahresbruttogehalt	
23	Münchener Rück	150% des Basiskurses	
24	RWE	das Dreifache des Zielwerts	
25	SAP	ja	
26	Schering	kein	
27	Siemens	kein	
28	ThyssenKrupp	–	–
29	TUI	–	–
30	Volkswagen	kein	

Tabelle 27: Detailbewertung Wertobergrenze
Quelle: Eigene Darstellung

Basispreisberechnung

Nr.	Unternehmen	Basispreis	Bewertung
1	Adidas-Salomon	–	–
2	Allianz	10 Tagesdurchschnitte nach der Hauptversammlung	
3	Altana	Durchschnittspreis an 20 Handelstagen vor Auflage des Programms	
4	BASF	Durchschnittspreis am 1. Tag nach HV	
5	Bayer	Durchschnittspreis von 30 Tagen	
6	BMW	–	–
7	Commerzbank	Aktueller Kurs bei Auflage	
8	Continental	Durchschnittlicher Börsenkurs 10 Tage	
9	DaimlerChrysler	–	–
10	Deutsche Bank	–	–
11	Deutsche Börse	Aktueller Kurs bei Auflage	
12	Deutsche Post	Basisdurchschnitt 20 Tage, Ausübung 60 Handelstage	
13	Deutsche Telekom	Durchschnitt 20 Tage	
14	E.ON	Durchschnitt der Dezemberkurse	
15	Fresenius	Durchschnitt von 30 Tagen	
16	Henkel	–	–
17	HypoVereinsbank	–	–
18	Infineon	Berechnung Ausübungspreis Durchschnitt 5 Tage	
19	Linde	Berechnung Ausübungspreis Durchschnitt 5 Tage	
20	Lufthansa	Die letzten 100 Börsentage	
21	MAN	Durchschnittskurs von 10 Börsentagen vor dem 01. Juli	
22	Metro	Durchschnittskurs von 40 Börsentagen	
23	Münchener Rück	Durchschnitt der Kurse aus dem April und Juni	
24	RWE	20 tägiger Durchschnitt der Schlusskurse	
25	SAP	Durchschnittspreis der letzten 5 Handelstage vor Ausgabe	
26	Schering	Kurs der Aktie am "Grant-date"	
27	Siemens	Durchschnittspreis der letzten 5 Handelstage vor Ausgabe	
28	ThyssenKrupp	–	–
29	TUI	–	–
30	Volkswagen	Durchschnittskurs an 5 Tagen	

Tabelle 28: Detailbewertung Basispreisberechnung
Quelle: Eigene Darstellung

Eigeninvest

Nr.	Unternehmen	Eigeninvest	Bewertung
1	Adidas-Salomon	–	–
2	Allianz	Eigeninvest vorgesehen	
3	Altana	Eigeninvest vorgesehen	
4	BASF	Es ist verbindlich, dass die Teilnehmer 10–30% ihrer variablen Vergütung in Aktien halten, um am AOP teilzunehmen. Für jede Aktien aus dem Eigeninvest erhält der Teilnehmer anschließend 4 Optionsrechte	
5	Bayer	Spanne zwischen 1500 bis 15.000 Aktien (Vorstandsvorsitzender)	
6	BMW	–	–
7	Commerzbank	In Abhängigkeit zur Funktionsgruppe zwischen 100 und 1200 Aktien	
8	Continental	Kein Eigeninvest vorgesehen	
9	DaimlerChrysler	–	–
10	Deutsche Bank	–	–
11	Deutsche Börse	Kein Eigeninvest vorgesehen	
12	Deutsche Post	Eigeninvest für Vorstand auf Basis folgender Formel: (Zahl der Optionen x Ausübungspreis)/20 x Schlusskurs am Ausgabetag)	
13	Deutsche Telekom	Kein Eigeninvest vorgesehen	
14	E.ON	Eigeninvest vorgesehen, z. B. 1 Aktie = 20 Optionen	
15	Fresenius	Kein Eigeninvest vorgesehen	
16	Henkel	–	–
17	HypoVereinsbank	–	–
18	Infineon	Kein Eigeninvest vorgesehen	
19	Linde	Kein Eigeninvest vorgesehen	
20	Lufthansa	Eigeninvest vorgesehen	
21	MAN	Kein Eigeninvest vorgesehen	
22	Metro	Kein Eigeninvest vorgesehen	
23	Münchener Rück	Kein Eigeninvest vorgesehen	
24	RWE	Eigeninvest vorgesehen	
25	SAP	Kein Eigeninvest vorgesehen	
26	Schering	Eigeninvest vorgesehen	
27	Siemens	Kein Eigeninvest vorgesehen	
28	ThyssenKrupp	–	–
29	TUI	–	–
30	Volkswagen	Eigeninvest vorgesehen	

Tabelle 29: Detailbewertung Eigeninvest
Quelle: Eigene Darstellung

Bilanzierung

Nr.	Unternehmen	Bilanzierung	Bewertung
1	Adidas-Salomon	–	–
2	Allianz	Fair-Value-Bilanzierung	
3	Altana	IFRS 2	
4	BASF	Fair-Value-Bilanzierung	
5	Bayer	IFRS 2	
6	BMW	–	–
7	Commerzbank	Übergangsvorschriften gem. IFRS 2	
8	Continental	IFRS 2	
9	DaimlerChrysler	–	–
10	Deutsche Bank	–	–
11	Deutsche Börse	IFRS 2	
12	Deutsche Post	IFRS 2	
13	Deutsche Telekom	IFRS 2	
14	E.ON	SFAS 123 i.V.m. FIN 28	
15	Fresenius	APB 25 i.V.m. SFAS 123	
16	Henkel	–	–
17	HypoVereinsbank	–	–
18	Infineon	APB 25 i.V.m. SFAS 123	
19	Linde	IFRS 2	
20	Lufthansa	Market to Market (Personalaufwand)	
21	MAN	IFRS 2	
22	Metro	IFRS 2	
23	Münchener Rück	IFRS 2	
24	RWE	IFRS 2	
25	SAP	APB 25 i.V.m. SFAS 123	
26	Schering	Market to Market	
27	Siemens	SFAS 123	
28	ThyssenKrupp	–	–
29	TUI	–	–
30	Volkswagen	IFRS 2	

Tabelle 30: Detailbewertung Bilanzierung
Quelle: Eigene Darstellung

Anhang: Fragebogen zur empirischen Studie über Mitarbeiterbeteiligungsprogramme

A. Arten der MAB-Programme in Ihrem Unternehmen

1. Inwieweit finden folgende Formen von MAB-Programmen in Ihrem Unternehmen Anwendung? Bitte kreuzen Sie jeweils das zutreffende Kästchen an. Die Wahlmöglichkeit a. bezieht sich auf die die so genannte leistungsorientierte Vergütung (z. B. Erfolgsbeteiligung auf Basis von Zielvereinbarungen etc.). Die Wahlmöglichkeiten b.–f. beziehen sich auf Kapitalbeteiligungen.

	In der erfolgreichen Anwendung	*Implementierung begonnen*	*In konkreter Planung*	*In Diskussion*	*Weder beabsichtigt noch vorhanden*
a. Erfolgsbeteiligung/Leistungsorientierte Vergütung					
b. Arbeitnehmerdarlehen					
c. Genussscheine/-rechte					
d. Stille Beteiligung					
e. Belegschaftsaktie					
f. Aktienoptionsprogramme					
g. Andere					

B. Ziele der MAB-Programme in Ihrem Unternehmen

2. Die Gründe für die Einführung von MAB sind vielschichtig. Bitte ordnen Sie den Stellenwert der nachfolgend aufgeführten Zielsetzungen für Ihr Unternehmen zu.

		Sehr hohe Bedeutung						Sehr geringe Bedeutung
2.1	**Verhaltensbezogene Zielsetzung**							
a.	Verbesserung der Leistungsbereitschaft/Identifikation von Mitarbeitern	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
b.	Bindung von Mitarbeitern an das Unternehmen	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
c.	Gewinnung neuer Mitarbeiter für das Unternehmen	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
d.	Steigerung des unternehmerischen Handelns der Mitarbeiter	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
2.2	**Finanzwirtschaftliche Zielsetzungen**							
e.	Flexibilisierung der Personalaufwendungen	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
f.	Aufbringung von zusätzlichem Kapital	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
g.	Entwicklung eines Bewusstseins für das Shareholder-Value-Prinzip	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
2.3	**Sonstige Zielsetzungen**							
h.	Vermögensbildung für die Mitarbeiter	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
i.	Steigerung der Attraktivität des Unternehmen auf dem Arbeitsmarkt	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
j.	Aktiver Beitrag zur Beschäftigungspolitik	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
k.	Andere	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3

C. Grundlegende Fragen zu Personalmanagement und Vergütungsgestaltung

3. Die folgenden Aussagen beziehen sich im Wesentlichen auf die Gestaltung von MAB-Programmen. Welche Aussagen treffen auf Ihr Unternehmen zu? Bitte kreuzen Sie jeweils das zutreffende Kästchen an.

	Sehr hohe Bedeutung						Sehr geringe Bedeutung
3.1 Vergütungsmanagement allgemein							
a. Mitarbeiterbeteiligungen sind integraler Entgeltbestandteil der Gesamtvergütung	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
b. Bei der Festlegung der variablen Entgeltbestandteile wird nach	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
c. Bei der Festlegung der variablen Entgeltbestandteile wird nach	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
d. Bei der Festlegung der variablen Entgeltbestandteile wird nach unternehmensbezogenen Zielen	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
e. Die leistungs- bzw. erfolgsabhängigen Entgeltbestandteile werden nach oben und/oder unten begrenzt.	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
f. MAB sind ein Teil eines Cafeteria-Systems	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
3.2 Personalmanagement							
g. Es finden regelmäßige Mitarbeitergespräche zur Reflektion des	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
h. Leistungsorientierte Entgelte basieren auf Zielvereinbarungen	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
3.3 Zielgruppen von MAB							
i. Für alle Mitarbeiter gilt das gleiche Modell	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
j. MAB werden allen Beschäftigten angeboten, aber mit unterschiedlichen Modelltypen für die einzelnen Hierarchiestufen	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
k. MAB werden den Top-Führungskräften angeboten	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
l. MAB werden den Tarifmitarbeitern angeboten	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
m. MAB werden den Teilzeitarbeitskräften angeboten	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
3.4 Interner Kommunikationsprozess							
n. Bei der Entwicklung/Anpassung von MAB werden Arbeitnehmervertreter einbezogen	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
o. Bei der Entwicklung/Anpassung von MAB werden ausgewählte Arbeitnehmer direkt	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
p. Der Zufriedenheitsgrad der Beschäftigten mit dem MAB wird gemessen (z. B. Mitarbeiterbefragungen,	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3

D. MAB-Modelle differenziert nach Hierarchie-Ebenen in Ihrem Unternehmen

4. Welche Formen von MAB-Modellen, differenziert nach Hierachie-Ebene, finden in Ihrem Unternehmen Anwendung? Mehrfachnennungen sind möglich. Bitte kreuzen Sie jeweils das zutreffende Kästchen an.

(Ist das folgende Klassifizierungsschema nicht direkt auf Ihr Unternehmen übertragbar, so nehmen Sie bitte die Ihrer Ansicht nach bestmögliche Zuordnung vor)

Hierachie-Ebenen	Zuordnung
f) Top-Management	- Vorstand, Geschäftsführung (1. Ebene),
g) Obere Führungsebene	- Bereichsdirektoren/-leiter (2. Ebene)
h) Mittlere Führungsebene	- z. B. Abteilungsleiter (3. Ebene)
i) Untere Führungsebene	- z. B. Gruppenleiter, Projektleiter (4. Ebene)
j) Übrige Mitarbeiter	- kfm./techn. Angestellte, gewerbliche Mitarbeiter

	Top-Management	Obere Führungsebene	Mittlere Führungsebene	Untere Führungsebene	Übrige Mitarbeiter
a. Erfolgsbeteiligung/ leistungsorientierte Vergütung					
b. Arbeitnehmerdarlehen					
c. Genussscheine/-rechte					
d. Stille Beteiligung					
e. Belegschaftsaktie					
f. Aktienoptionsprogramm					
g. Andere					
h. Weiß ich nicht					

5. Welche Bedeutung haben die MAB-Programme in Ihrem Unternehmen?

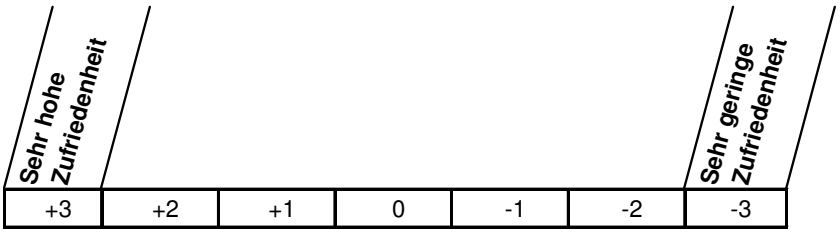
	Sehr hohe Bedeutung						Sehr geringe Bedeutung
a. Erfolgsbeteiligung/leistungsorientierte Vergütung	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
b. Arbeitnehmerdarlehen	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
c. Genussscheine/-rechte	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
d. Stille Beteiligung	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
e. Belegschaftsaktie	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
f. Aktionsoptionsprogramme	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
g. Andere	+3	+2	+1	0	-1	-2	-3

6. An welchen Kriterien orientieren sich die Ausschüttungsbeträge in Ihrem Unternehmen? Bitte kreuzen Sie jeweils das zutreffende Kästchen an.

6.1. Allgemeine Kriterien aus dem Rechnungswesen und unternehmensbezogene Erfolgsindikatoren	**Ja**	**Nein**
a. Gewinn		
b. Umsatz		
c. Eigenkapitalrendite		
d. Umsatzrendite		
e. Gesamtkapitalrendite		
f. Aktienkurs		
g. Cashflow		
h. EVA		
i. Weiß ich nicht		
f. Andere		

6.2. Spezifische Kriterien	Ja	Nein
a. Marktanteil eines bestimmten Produkts/Produktbündels		
b. Deckungsbeitrag eines bestimmten Produkts/Produktbündels		
c. Unmittelbar messbare individuelle Zielvorgaben		
d. Ergebnis von Leistungs-/Verhaltensbeurteilungen		
e. Weiß ich nicht		
f. Andere		

7. Wie zufrieden sind Ihre Mitarbeiter nach Ihrer Ansicht mit den im Unternehmen angewandten MAB?

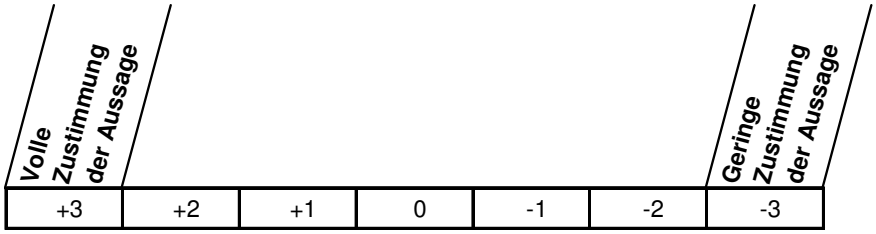


8. Sofern Ihr Unternehmen einen Aufsichtsrat besitzt: Wird die Aufsichtsratsvergütung ganz oder teilweise an die Entwicklung des Unternehmenswerts gekoppelt?

Aufsichtsratsvergütung	Ja	Nein
a. Weder beabsichtigt noch vorhanden		
b. In Diskussion		
c. In konkreter Planung		
d. Implementierung begonnen		
e. In der erfolgreichen Anwendung		
f. Weiß ich nicht		

9. Wie beurteilen Sie folgende Aussage ?

"Aufsichtsratsmitglieder sollten unternehmenswertorientiert vergütet werden!"



E. Angaben zu Ihrem Unternehmen (freiwillig)

10. Branchenzugehörigkeit Ihres Unternehmens? Bitte ankreuzen.

Banken		Maschinen- u. Anlagenbau	
Chemie/Pharma		Telekommunikation	
Elektrotechnik/Energieversorgung		Versicherungen	
Fahrzeugbau		Andere —	
Logistik			

11. Wie viele Mitarbeiter beschäftigt Ihr Unternehmen circa?

_____

12. In welchem Index werden Sie geführt ? a. DAX ☐ Anderer _____

b. Nmax ☐

Wir haben an Ihrer Studie teilgenommen und möchten eine Zusammenfassung der Ergebnisse erhalten. Senden Sie bitte die Auswertung an folgende Adresse:

Unternehmensname:

Ansprechpartner:

Adresse/Stempel:

Datum:

Bitte schicken Sie den Fragebogen auch zurück, wenn Sie einzelne Fragen nicht beantworten konnten bzw. wollten.

Für die Rücksendung benutzen Sie bitte folgende Fax-Nr.: **04 61/8 05 29 70** oder senden Sie den Fragebogen an die unten ausgewiesene Adresse.

Vielen Dank für das Ausfüllen des Fragebogens!

Universität Flensburg
Internationales Institut für
Management
Zentrales Institut Sekretariat
Kanzleistraße 91–93, Geb. E

24943 Flensburg

Anschreiben

UNIVERSITÄT FLENSBURG

Internationales Institut für Management

Univ.-Prof. Dr. Werner Fröhlich

Universität Flensburg • IIM • Kanzleistraße 91-93, Geb. E • 24943 Flensburg

Unternehmen

Kanzleistraße 91–93, Geb. E
D-24943 Flensburg

Fon: +49 (0) 4 61/805-2972
Fax: +49 (0) 4 61/805-2970
e-mail: w.froehlich@uni-flensburg.de

Marktstudie im Rahmen einer Promotion *25.04.2002*

Sehr geehrte(r) Frau, Herr,

vielen Dank für das interessante Gespräch vom 25.04.2002 und Ihre Teilnahme an der empirischen Untersuchung über Mitarbeiterbeteiligungsprogramme in Deutschland.

Das Ausfüllen des vorliegenden Fragebogens wird ca. 10 Minuten in Anspruch nehmen. Die Informationen aus dieser Studie werden absolut vertraulich behandelt und in anonymisierter Form ausschließlich für die Dissertation verwendet.

Wir möchten Sie bitten, uns den Fragebogen bis zum 18.05.2001 unter der Fax-Nr.: 0461/ 8052970 oder auf dem Postwege zurückzusenden. Bitte schicken Sie den Fragebogen auch zurück, wenn Sie einzelne Fragen nicht beantworten konnten bzw. wollten.

Herzlichen Dank für Ihre freundliche Unterstützung.

Mit freundlichen Grüßen

Univ. Prof. Dr. Werner Fröhlich Dipl. Betriebswirt Dirk-Uwe Clausen

Literaturverzeichnis

Achleitner, A.-K., Wichels, D. (2002),
Stock-Option-Pläne als Vergütungsbestandteil wertorientierter Entlohnungssysteme, in: Achleitner, A.-K., Wollmert, P. (Hrsg.), Stock Options, Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart, S. 1–24

Adams, M. (2002-a-),
Aktienoptionspläne sind eine Gefahr für den Kapitalmarkt, in: Börsenzeitung, 18.06.2002, Nr. 114

Adams, M. (2002-b-),
Ausplünderung, Aktienoptionsprogramme laden zum Missbrauch ein, und das nicht nur in den USA. Auch bei uns ist die Versuchung größer als die moralische Kraft der meisten Vorstände, in: Manager Magazin, 01.12.2002, Nr. 12, S. 140–142

Ahrend, P., Förster, W., Rößler, N. (1995),
Steuerrecht der betrieblichen Altersversorgung, mit arbeitsrechtlicher Grundlegung, 4. Aufl., Köln

Armstrong, M. (2000),
Employee Reward, Second Edition, London

Armstrong, M., Murlis, H. (2001),
Reward Management, A Handbook of Remuneration Strategy and Practice, Fourth Edition, London

Aschmann, S. (1998),
Mehrdimensionale Beteiligung der Mitarbeiter am Gesamtunternehmenserfolg, München

Baeck, U., Diller, M. (1998),
Arbeitsrechtliche Probleme bei Aktienoptionen und Belegschaftsaktien, in: DB, Heft 27/28 vom 10.07.1998, S. 1405

Balz, U. (1994),
Betriebliche Altersversorgung – Der staatliche Einfluss auf soziale Sicherung und Kapitalbildung, Frankfurt am Main

Bassen, A. (2002),
Die Einführung von Stock Options aus Aktionärssicht, in: Achleitner, A.-K., Wollmert, P., (Hrsg.), Stock Options, Finanzwirtschaft, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, 2., überarbeitete und erw. Aufl., Stuttgart, S. 385-386

Baums, T. (1997),
Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, Universität Osnabrück, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Arbeitspapiere, in: Mertens, K. P. (Hrsg.), Festschrift für Carsten Peter Claussen, Köln, S. 3–48

Becker, F. G. (1990),
Anreizsysteme für Führungskräfte, Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, Stuttgart

Beelitz, F. F. (2002),
Shareholder Value und Kapitalmarktorientierung im bundesdeutschen Umfeld im Umbruch, in: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, München, S. 575–587

Bernhardt, W. (2001),
Stock Options – Modalitäten der Besteuerung, Bewertung und Offenlegung im internationalen Kontext, in: Der Finanzbetrieb, 01.2001, S. 427

Berthel J. (1997),
Personalmanagement: Grundzüge für Konzeption betrieblicher Personalarbeit, Stuttgart

Bertram, Ch., Ünal, K. (1998),
Der Aktienoptionsplan 1998 von Schering, in: Personalführung 5/1998, S. 60–64

Binz, M., Sorg, M. (2002),
Erfolgsabhängige Vergütung von Vorstandsmitgliedern einer Aktiengesellschaft auf dem Prüfstand, in: Betriebs-Berater, 57.Jg., Heft 25, 19. Juni 2002, S. 1275

Bisani, F. (1985),
Personalführung, 3. Aufl., Wiesbaden

Black, F., Scholes, M (1973),
The Pricing of Options and Corporate Liabilities, in: Journal of Political Economy, 81 (3), p. 637–654

Breisig, T. (1998),
Personalbeurteilung – Mitarbeitergespräch – Zielvereinbarungen: Grundlagen, Gestaltungsmöglichkeiten und Umsetzung in Betriebs- und Dienstvereinbarungen, Frankfurt am Main

Böcking, H.-J. (2005),
Zum Verhältnis von neuem Lagebericht, Anhang und IFRS, in: Betriebs-Berater, Bilanzrecht und Betriebswirtschaft, 60. Jg., Beilage 3, Heft 20, 17. Juni 2005, S. 5–8

Böhmert, V. (1878-a-),
Die Gewinnbeteiligung: Untersuchungen über Arbeitslohn und Unternehmergewinn, 1. Teil, Leipzig, 1878

Böhmert, V. (1878-b-),
2. Teil, Leipzig

Brown, K., Huber, V. (1992),
Lowering Floors and Raising Ceilings: A Longitudinal Assessment of the Effects of an Earnings-at-Risk Plan on Pay Satisfaction, in: Personnel Psychology 45, p. 279ff

Bruhn, M., Lusti, M., Müller, W. R., Schierenbeck, H., Studer, T. (1998),
Wertorientierte Unternehmensführung, Wiesbaden

Brunner, J. (1999),
Value-Based Performance Management, Wiesbaden

Bühner, R., Sulzbach, K. (1999),
Wertorientierte Steuerungs- und Führungsinstrumente, Passau

Bühner, R., Tuschke, A. (1999),
Wertmanagement – Rechnen wie ein Unternehmen, in: Bühner, R. Sulzbach, K. (Hrsg.), Wertorientierte Steuerungs- und Führungsinstrumente, Shareholder Value in der Praxis, Frankfurt, S. 5–41

Bürklin, W., Klein, M., Ruß, A. (1996),
"Postmaterieller und anthropozentrischer Wertewandel? Eine Erwiderung auf Ronald Ingelhart und Hans-Dieter Klingemann"; in: Politische Vierteljahresschrift, Heft 3, S. 517–536

Bursee, M. (1999),
Flexibilitätspotenzial und Organisationsgestaltung, Berlin

Bursee, M., Schawilye, R. (2003),
Stock Options – und was kommt danach? in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 24.03.03, S. 30–32

Bursee, M., Schawilye, R. (2005),
Untersuchung von Long-Term-Incentive-Plänen bei 39 börsenotierten Unternehmen, PwC, Dezember

Burton, B. Jr., McFadden, J. J. (1996),
Employee Benefits, Chicago, Dearborn Financial Publishing, 1996, in: Milkovich, G. T./ Newmann, J. M., with the assistance of Carolyn Milkovich, Compensation, Sixth Edition, New York, p. 399

Carey, J. F. (1999),
Successors to the Qualified Stock Option, Harvard Business, Review Jan./Feb. 1978, in: Spenner, E., Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, Göttingen, S. 33

Chingos, P.T. (2002),
Paying for Performance, A Guide to Compensation Management, Second Edition, New York

Claßen, W., Kowalewsky, R. (2002),
Selbstbedienung, Eine Studie der Boston Consulting Group belegt: Deutschlands Manager benutzen Aktionoptionsprogramme in erster Linie, um sich die Taschen zu füllen. Die Hälfte der Unternehmen erhielt das Testergebnis "Ungenügend", Capital, 02.05.2002, Nr. 10, S. 44

Cleis, A. (2002),
Stock-Options im Visier des US-Kongresses, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 81, 09.04.2002, S. 24

Collins, J. (2005),
Der Weg zu den Besten, Die sieben Management-Prinzipien für dauerhaften Unternehmenserfolg, München

Connenberg, A. C., Guenther, T. (1990),
Der Stand des strategischen Controlling in der Bundesrepublik Deutschland, in: Die Betriebswirtschaft, 50. Jg., Nr. 4, Juli-August 1990, S. 459-470

Coleman, J. S. (1991),
Grundlagen der Sozialtheorie, Bd.1, Handlungen und Handlungsysteme, München

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1993),
Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt am Main

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1998),
Unternehmenswert, Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, zweite, aktualisierte und erw. Aufl., Frankfurt und New York

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2005),
Outperform with Expectations-Based Management, A State-of-the-Art Approach to Creating and Enhancing Shareholder Value

Cox, J. C., Ross, A. (1976),
The Valuation of Options for Alternative Stochastic Processes, in. Journal of Financial Economics, vol. 3, January/March 1976, p. 145–166

Daube, C.H. (1996),
Risikomanagement für Aktienoptionen, in: Handbuch Derivativer, Instrumente: Produkte, Strategien und Risikomanagement, Eller, R. (Hrsg.), Stuttgart, 1996, S. 156

Deloitte Consulting (2003),
"Aufsichtratsvergütung in Deutschland, Aktueller Stand und zukünftige Herausforderungen", in: Deutsches Aktieninstitut, Aufsichtratsvergütung bei deutschen börsennotierten Unternehmen, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 20, Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Frankfurt am Main, Januar 2003, S. 12

Denoke, G., Rohn, A. (1999),
Steuerungsgrößen der wertorientierten Unternehmensführung bei Mannesmann, in: Bühner, R., Sulzbach, K., Wertorientierte Steuerungs- und Führungssysteme, Shareholder Value in der Praxis, Passau, 1999, S. 149

Deutscher Corporate Governance Kodex (2005),
Berlin, in: corporate-governance-code.de, 02. Juni 2005

Dries, F. (2002),
in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Der große Bluff, Nr. 12, 15.01.2002, S. 13

Easterbrook, F. H., Daniel, R. (1996),
The Economic Structure of Corporate Law, London

Eberhartinger, E., Engelsing, L. (2001),
Zur steuerlichen Behandlung von Aktienoptionen bei den optionsberechtigten Führungskräften, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 2/2001, S. 100

v. Eckardstein, D. (2001),
Handbuch Variable Vergütung für Führungskräfte, München

Ehrhardt, M. C. (1994),
The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital, Boston

Eigendorf, J. (2003),
Den Aktionären mehr Rechte, in: welt.de, 22.03.2003

von Einem, C., Pajunk, A. (2002),
Zivil- und gesellschaftsrechtliche Anforderungen an die Ausgestaltung von Stock Options nach deutschem Recht und deren Ausstrahlungswirkung auf die steuerliche und bilanzielle Behandlung, in: Achleitner, A.-K., Wollmert, P., (Hrsg.), Stock Options, Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, , Stuttgart, S. 85–117

Engelsing, L. (2001),
Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil der Führungskräfte börsennotierter Unternehmen: Analyse der handels- und steuerrechtlichen Implikationen, Köln

Esser, K., Falthauser, K. (1974),
Beteiligungsmodelle, München

Evers, H. (1988),
Führungskräfte richtig vergüten, Freiburg i. Br.

Feilchenfeld, W. (1922),
Die Gewinnbeteiligung der Arbeiter und Angestellten in Deutschland, Berlin

Ferstl, J. (2000),
Managervergütung und Shareholder Value, Konzeption einer wertorientierten Vergütung für das Top-Management, Wiesbaden

Fockenbrock, D. (2005),
Trotz steigender Transparenz: Die Angaben der meisten Dax-Konzerne sind weiterhin mangelhaft, in: Handelsblatt, 05.04.2005, S. 2

Fremmer, H., Voigtländer, H./Weil, R. (1989),
Handbuch des Prämienlohns, Institut für angewandte Arbeitswissenschaft e. V. (Hrsg.), Köln

Fröhlich, W. (1998),
Value Development durch Personalmanagement, in: W. Fröhlich (Hrsg.), Value Development: Zukunft der Personalarbeit, Frechen, S. 15–30

Fröhlich, W. (1990),
Einleitendes Vorwort, Personalwirtschaft 11/90, 17 Jg., 1990, S. 3

Fröhlich, W., Böcker S., Müller, F. (1998),
Verknüpfung von Personalmanagementfunktionen, in: Fröhlich, W. (Hrsg.),Value Development, Erfolgskonzepte und acht Praxisbeispiele, S.33–56

Fürstenberg, F. (1993),
Veränderte Arbeits- und Leistungseinstellungen und arbeitspolitische Gestaltungssätze, In: Zeitschrift für Arbeitswissenschaft 4/1993, S. 193-197

Galbraith, J. K. (1955),
The Great Crash, 1929, Boston, Houghton Mifflin

Gaugler, E. (1981),
Mannheimer Berichte aus Forschung und Lehre an der Universität Mannheim, Vermögensbildung der Arbeitnehmer

Gaugler, E. (1997),
Shareholder Value und Personalmanagement, in: Personal, Heft 4/97, Köln, S. 168-175

Gencay, R. and Thanasis Stengos (1997),
"Technical Trading Rules and the Size of the Risk Premium in Security Returns", Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics, vol. 2, no. 2, Art 1

Grewe, A. (2000),
Implementierung neuer Anreizsysteme; Grundlagen, Konzept und Gestaltungsempfehlungen, München

Guski, H.-G., Schneider, H. J. (1993-a-),
Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland – Bestandsaufnahme 1987, in: Guski, H.-G., Schneider, H.J. (Hrsg.): Mitarbeiter-Beteiligung, Handbuch für die Praxis, Neuwied S. 1–30

Hachmeister, D. (2001),
Möglichkeiten und Grenzen wertorientierter Steuerungskennzahlen als Bemessungsgrundlage der Entlohnung für Führungskräfte, in: v. Eckardstein, D., Handbuch Variable Vergütung für Führungskräfte, München, S 47-68

Hagen, R. (1985),
Anreizsysteme zur Strategiedurchsetzung, Spardorf

Hahn, D., Taylor, B. (1999),
Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen, 8., aktualisierte Aufl., Heidelberg

Hahn, D., Willers, H.-G. (1983),
Unternehmensplanung und Führungskräftevergütung, in: Hrsg.: v. Hahn, D., Taylor, B. (Hrsg.) Strategische Unternehmensplanung. Stand und Entwicklungstendenzen. 2., erw. Aufl. Würzburg, S. 328-337

Hahn, D., Willers, H.-G. (1999),
Unternehmensplanung und Führungskräftevergütung, in: Hahn, D./Taylor, B. (Hrsg.), Strategische Unternehmensplanung – strategische Unternehmensführung. Stand und Entwicklungstendenzen; 8. Aufl., Heidelberg, S. 710–719

Harrer, H. (2000),
Mitarbeiterbeteiligungen und Stock-Option-Pläne, München

Hartmann, R. S. (1958),
Die Partnerschaft von Kapital und Arbeit, Köln und Opladen

Hentze, J. (1991),
Personalwirtschaftslehre 2, S. 128

Hentze, J., Kammel, A. (1988),
Ansatzpunkte für eine Flexibilisierung der Führungskräfteentlohnung , in: Zeitschrift für Personalforschung 2. Jg., Nr. 1, S. 41–56

Herter, R. N. (1994),
Unternehmenswertorientiertes Management, strategische Erfolgsbeurteilung von dezentralen Organisationseinheiten auf der Basis der Wertsteigerungsanalyse, München

Herr, H. (2000),
Die Finanzkrise in Russland im Gefolge der Asienkrise, in: Aus Politik und Zeitgeschichte; B 37-38/2000.

Herzberg, F. (1966),
Work and Nature of Man, New York

Herzberg, F., Mausner, B., Snyderman, B. (1959),
The Motivation to Work, New York, 1959

Heubeck, K. (1990),
Zur Bewertung finanzwirtschaftlicher Wirkungen der betrieblichen Altersversorgung, in: DBW, S. 411–414

Heubeck, K. (1992),
Altersversorgung, Betriebliche, in: Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl., Stuttgart, S. 18–29

Hickel, R. (2004),
Sind die Manager ihr Geld wert? in: Blätter für deutsche und internationale Politik, Analysen und Alternativen, Ausgabe 10/2004, S. 1197–1204

Hilb, M. (1999),
Integriertes Personal-Management, Ziele – Strategien – Instrumente, Siebte überarbeitete Aufl., Neuwied; Kriftel; Luchterhand

Hilb, M. (2005),
Integriertes Personal-Management, Ziele – Strategien – Instrumente, 14. aktualisierte Aufl., München

Höfer, H.E.G. (1996),
Betriebliche Altersversorgung, in: HHV, September 1996, S. 2

Hörner, M. (1996),
Weniger Geld – mehr Motivation, in: Personalwirtschaft, Heft 1, S. 22–25

Hub, H. (1982),
Unternehmensführung, Wiesbaden, 1982

Huddart, S. (1994),
Employee Stock Options, in: Journal of Accounting and Economics, 18. Jg, p. 207–231

Hume, D. A. (1998),
Reward Management, Employee Performance, Motivation and Pay, Oxford

Hungenberg, H. (1999),
Anreizsysteme für Führungskräfte – Theoretische Grundlagen und praktische Ausgestaltungsmöglichkeiten, in: Hahn, D. (Hrsg.), Strategische Unternehmensplanung-strategische Unternehmensführung: Stand und Entwicklungstendenzen; 8. Aufl.; Heidelberg, S. 722–724

Industrie- und Handelskammer Krefeld (2004),
Bilanzierung im Umbruch; Informationsbroschüre, Krefeld 2004

Inglehart, R. (1977),
The Silent Revolution: Changing and Political Styles Among Western Publices. Princeton University Press

Inglehart, R. (1989-a-),
Cultural Change: Wertewandel in der westlichen Welt, Princeton University

Inglehart, R. (1989-b-),
The Silent Revolution in Europe: Intergenerational Change in Post-Industrial Societies; In: American Political Science Review, vol. 65, p. 991–1017

Institut für angewandte Arbeitswissenschaft e. V. (1989),
Handbuch des Prämienlohns, Köln

Institute of Chartered Accountants (2001),
Measuring Value for Shareholders, no. 33, March 2001

Irwin, J. (1998),
The Rise of Broad-Based Global Stock Option Plans, in: Scott S. Rodrick (Hrsg.): Equity-Based Compensation for Multinational Companies. Oakland, CA, p. 25–46

Isele, S. (1991),
Managerleistungen, Managerleistung Messen – Beurteilen – Honorieren, Dissertation, Zürich

iwd (1997),
Die gesetzlich verordnete Last steigt, in: iwd Nr. 12 vom 20.03.1997

Jennen, B. (2005),
Gesetz über Vorstandsgehälter geht durch, in: Financial Times Deutschland, 27.06.2005

Jung, H. (1997),
Personalwirtschaft, 2., durchges. Aufl., München

Juntermanns, H.-J. (1991),
Mitarbeiterbeteiligung von A-Z

Kappel, H. (1993),
Führen, Organisieren, Entlöhnen mit modernen Instrumenten: Handbuch d. Funktionsbewertung und Mitarbeiterbeurteilung, Betriebswiss. Inst. D. ETH Zürich, 4. erg. Aufl., Zürich

Kappel, H., Uschatz, Ph. (1992),
Variable Kaderentlöhnung: Erfolg und Leistung honorieren, Zürich

Kessler, M., Babel, M. (2003),
Handbuch Stock Option, München

Khoury, N., Gagnon, J.-M., El Ghoul, S. (2004),
Kosten von Optionsplänen: Bewertung und Perspektive der Anteileigner, in: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (Hrsg.), Schwerpunkt Stock Option Watch, Sonderteil ZEWnews, Juni 2004, S. VII

Klahold, A. (1999),
Aktienoptionen als Vergütungsinstrument, Frankfurt a. M.

Klemund, M. (1999),
Stock Option Plans. Ein Anreizsystem zur langfristigen Steigerung des Shareholder-Value, in: v. Heidorn, T., Cremers, H., Moormann, J. (Hrsg.), Reihe: Diskussionsbeiträge zur Bankbetriebswirtschaftslehre, Bd. 12, Frankfurt a. M., S. 67–70

Klingebiel, O. (1994),
Die Weiterentwicklung der betrieblichen Altersversorgung aus alterssicherungspolitischer und steuersystematischer Sicht, Köln

Knobloch, R., Frick, G. (1988),
Benefits á la Carte, in: Management Wissen, Heft 1, S. 37–41

Knoll, L. (2001),
Fusionen und Managerbezüge: Schaffung oder Vernichtung von Shareholder Value?, in: Finanz Betrieb, Nr. 4/2001, S. 239–246

Kohnert, N. (2006),
Neue Anreize für Topmanager, in: Financial Times Deutschland, 08.02.2006, S. 19

Kopp, H. J. (1996),
Erwerb eigener Aktien, Wiesbaden

Knorr, L. (2005),
IASB-Project zu Accounting Standards for Non-Publicy Accountable Entities: Status der Diskussion, in: Betriebs-Berater, Bilanzrecht und Betriebswirtschaft, 60 Jg., Beilage 3, Heft 20, 17. Juni 2005, S. 20–22

KPMG (2000),
Stock Options für Führungskräfte

KPMG (2005),
Audit Committee Institute im Januar 2005 veröffentlichter Financial Reporting Update 2004.

Kramarsch, M. H. (2000),
Aktienbasierte Management-Vergütung, Stuttgart

Kramer, T. (2006),
Neue Lockmittel für deutsche Topmanager, in: ftd.de, 02.04.2006

Kratz, P. (2002),
Shareholder Value versus Corporate Values oder: Wo bleibt der Unternehmer?, in: Siegwart, H., Julian, M., (Hrsg.), Coporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel, S. 79

Kühnel, S. (2001),
Bilanzierungskniffe werden bei US-Firmen beliebter, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 202, 03.09.2001, S. 28

Küpper, S. (2000),
Mitarbeiter und Vermögen – Vom Anreiz bis zur Altersversorgung, in: Der Arbeitgeber, Heft 9, S. 18–22

Kupsch, P. U., Marr, R. (1991),
Personalwirtschaft, in: Heinen, E. (Hrsg.), Industriebetriebswritschaftslehre. 9., vollst. neu bearb. und erw. Aufl., Wiesbaden, S. 729–896

Lajoux, A. R. (1998),
The Art of M&A Integration, A Guide to Merging Resources, Processes, and Responsibilities, New York

Lambert, R., Lanen, W., Larker, D. (1989),
Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy, in: Journal of Financial Quantitative Analysis, vol. 24, p. 409–425

Lange, H. (1998),
Vorstandsmitglied der Deutschen Lufthansa AG, in: Fröhlich, W., Value Development, Personalarbeit der Zukunft, Frechen, 1998, im Geleitwort

Langemeyer, H. (1999),
Das Cafeteria-Verfahren, ein flexibles, individuelles Anreizsystem betrachtet aus entscheidungstheoretischer Sicht, in: Hummel, T. R., Wagner, D., Zander, E. (Hrsg.), Hochschulschriften zum Personalwesen München, S. 1–17

Lehmann, D. (1995),
Vergütung der Zukunft, in: Neue Wege der Vergütung, Fallstudien und Werkstattberichte, DGFP (Hrsg.), Wirtschaftsverlag Bachem, Köln, S. 9

Lehner, U. (1998),
Finanzkommunikation als Bestandteil wertorientierter Unternehmensführung, in: Bruhn, M. (Hrsg.), Wertorientierte Unternehmensführung, Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, Wiesbaden, S. 643

Lewellen, W., Loderer, C., Martin, K. (1987),
Executive Compensation and Executive Incentive Problems, An Empirical Analysis, in: Journal of Accounting and Economics, p. 287–310

LG Stuttgart DB (1997),
S. 2422

Liebert, N. (2001),
Heiße Diskussion über Bilanzkosmetik, in: Financial Times Deutschland, Nr. 200, 16.10.2001, S. 10

Locke, E. A. (1982),
Employee Motivation: A Discussion, in: Journal of Contemporary Business, vol. 11, no. 2, p. 71–81

Löwe, C., Sieber, U. D. (2002),
Erfahrungen mit dem Einsatz von Stock-Option-Plänen, Die Reaktion des Kapitalmarktes, in: Achleitner, A.-K., Wollmert, P. (Hrsg.), Stock Options, Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart, S. 45–66

London, S. (2002),
A Risky Option, in: Financial Times London, no. 34875, 01.07.2002, p. 13

Long, R. J. (1978),
The Effects of Employee Ownership on Organisational Identification, Employee Job Attitudes, and Organisational Performance: A Tentative Framework on Empirical Findings, in: Human Relations, 31. Jg. (1978-a-a), no.1, p. 29–48

Luckmann, R. (2002),
Wo Transparenz draufsteht, ist nicht immer Transparenz drin, in: Handelsblatt, Nr. 25, 05.02.2002, S. 9

Maar, R., Kötting, M. (1993),
Flexibilisierung von Entgeltsystemen als Herausforderung für personalwirtschaftliche Forschung und Praxis, in: Weber, W. (Hrsg.), Entgeltsysteme: Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen (Festschrift zum 65. Geburtstag von Eduard Gaugler), Stuttgart, S. 214–230

Maier, H. (1973),
Börsenkrach und Weltausstellung in Wien: Ein Beitrag zur Geschichte der bürgerlich-liberalen Gesellschaft um das Jahr 1873. Diss. phil. Karl-Franzens-Universität Graz, Wien

McCann, C. (1994), How and Why Companies Should Value their Employee Stock Options Plans, in: Journal of Applied Corporate Finance, no. 7, p. 91–99

McEnally, R.T. Kim, K. (2006),
Corporate Governance, in: Corporate Finance for the CFA® Program, 2006.

Mendoza, R., Hancock, P. (2003),
A Better Way to Share the Rewards, in: Financial Times London, no. 34913, 14.08.2003, p. 11

Menichetti, M. J. (1996),
Aktien- und Optionsprogramme für das Topmanagement, in: Der Betrieb, Heft 24, S. 1688–1692

Merton, R. C. (1976),
Option Pricing when Underlying Stock Returns Are Discontinuous, in: Journal of Financial Economics no 3, p. 125–144

Milgrom, P., Roberts, J. (1992),
Economics, Organization and Management, Englewood Cliffs

Milkovich, G. T./Newmann, J. M. (1999),
Compensation, Sixth Edition, New York

Müller, W. R. (1998),
Welche Welten sollen gelten – oder: was ist der Mitarbeiter wert, in: Bruhn, M. (Hrsg.), Wertorientierte Unternehmensführung, Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, Wiesbaden, 1998, S. 231–249

Müller, S., Wulf, I. (2005),
Abschlusspolitisches Potential deutscher Unternehmen im Jahr 2005 unter besonderer Berücksichtigung der IFRS-Erstanwendung, in: Betriebs-Berater, Bilanzrecht und Betriebswirtschaft, 60 Jg., Heft 23, 06.06.2005, S. 1267–1273

Nagel, K, Schlegtendal, G. (1998),
Flexible Entgeltsysteme: fair entlohnen – besser motivieren, Landsberg/Lech

Naumann, T. (1998)
Zur Bilanzierung von Stock Options: Erwiderumg zu dem Beitrag von Pellens und Crasselt, in: Der Betrieb 29/1998, S. 1428–1431

o. V. (1996),
Interview: Mitarbeiter-Beteiligung motiviert, in: iT-Marketing, o. Jg., 1996, Nr. 5, S. 63–64

o. V. (2002-a-),
Sind Amerikas Manager überbezahlt? Zunehmende Kritik an den Kompensationspraktiken, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 90, 19.04.2002, S. 11

o. V. (2002-b-),
Option Are Useful – But Only If They're Used Right, in: Business Week, New York, no. 3779, 05.08.2002, p. 11

o. V. (2002-c-),
Aktienoptionen in der Kritik, Union Investment bemängelt Vergütungsprogramme von Dax-Unternehmen, in: Börsenzeitung, Nr. 164, 27.08.2002, S. 10

o. V. (2003-a-),
Aktienoptionen sind in Verruf geraten, Anreiz für Manipulationen/Neue Bilanzierungsregeln wahrscheinlich, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 10.07.2003, Nr. 157, S. 15

o. V. (2004-a-),
Aktienoptionen müssen als Aufwand verbucht werden, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.02.2004, Nr. 44, S. 11

o. V. (2004-b-),
Rechnungslegung-Report, IASB, in: finanz-betrieb.de, 12.03.2004

o. V. (2004-c-)
Telekom streicht alle Aktienoptionen für Topmanager. Führungskräfte der Deutschen Telekom sollen keine Aktienoptionen mehr erhalten. Der Konzern favorisiert stattdessen eine erfolgsabhängige Vergütung, in: ftd.de, 29.03.2004

o. V. (2004-d-),
How Executive Pay Is Changing, in: economist.com, 15.04.2004

o. V. (2004-e-),
Aktionäre fordern neue Bilanzierung von Optionen, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 27.05.2004, Nr. 22, S. 23

o. V. (2004-f-),
Unzureichende Optionsprogramme, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 192, 19.08.2004, S. 17

o. V. (2005-a-),
Aktienkurs bleibt Erfolgsindikator, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung,10.01.2005, S. 22

o. V. (2005-b-),
Politiker schießen sich auf die Deutsche Bank ein, in: ftd.de, 09.02.2005

o. V. (2005-c-),
Stoiber wirft Deutscher Bank Unfähigkeit vor, in: handelsblatt.com, 09.02.2005

o. V. (2005-d-),
Deutsche-Bank-Chef verteidigt Pläne, Ackermann weist die Kritik energisch zurück, in: handelsblatt.com, 10.02.2005

o. V. (2005-e-),
Kommentar des Vorsitzenden der Corporate Governance Kommission Gerhard Cromme: Noch in dieser Legislaturperiode: Vorstände müssen ihre Gehälter offen legen, in: faz.net, 24.06.2005

o. V. (2005-f-),
Unternehmen müssen Vorstandsbezüge veröffentlichen, in: manager-magazin.de, 29.06.2005

o. V. (2005-g-),
Managergehälter, Bundestag beschließt Offenlegungspflicht, in: spiegel.de, 30.06.2005.

o. V. (2005-h-),
Köhler-Plädoyer stößt auf eingeschränkte Gegenliebe, in: sueddeutsche.de, 29.12.2005

o. V. (2006),
Möglicher Insiderhandel, Ex-Airbus-Chef unter Verdacht, in: süddeutsche.de, 23.11.2006

Opaschowski, H. (2001),
"Die zehn Gebote für das 21. Jahrhundert – Eine Bestandsaufnahme mit Ausblick in die Zukunft; in: Die Zeit, 22. März 2001

Oppolzer, A. (1994),
Wertewandel und Arbeitswelt; in: Gewerkschaftliches Monatsheft, Heft 6, S. 349–357

Olesch, G. (2005),
Welche HR-Strategien erfordert die demografische Entwicklung, S. 64–65, in: Demografische Analyse und Strategieentwicklung in Unternehmen, Köln, S. 60–67

Olfert, K., Steinbuch, P. A. (2003),
Kompendium der praktischen Betriebswirtschaft: Personalwirtschaft, 8., aktualisierte und durchgesehene Aufl., Ludwigshafen, S. 231–343

Papendick, U. (2005),
Vorstandsgehälter, das schnelle Geld, in: manager-magazin.de, 07.2005

Papendick, U. (2006),
Club der Millionäre, in: Manager-Magazin, Heft. 7/2006, S. 32

Pellens, B., Crasselt, N., Rockholtz, C. (1998),
Wertorientierte Entlohnungssysteme für Führungskräfte – Anforderungen und empirische Evidenz, in: Pellens, B. (Hrsg.), Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme, Stuttgart, S. 1–30

Pellens, B., Crasselt, N. (1998),
Bilanzierung von Stock Options, in: Der Betrieb 5/1998, S. 217–223

Pellens, B., Crasselt, N. (1998),
Aktienkursorientierte Entlohnungsinstrumente im Jahresabschluss, in: B. Pellens (Hrsg.), Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme, Stuttgart 1998, S. 125–160

Peltzer, M. (1996),
Steuer- und Rechtsfragen bei der Mitarbeiterbeteiligung und der Einräumung von Aktienoptionen (Stock Options), in: AG, 7/1996

Peltzer, M. (2002),
Die Mär vom Segen der Aktienoptionen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 122, 28.06.2002, S. 14

Peltzer, M. (2002),
Stock Options – Carrots, But No Stick, Börsenzeitung, Nr. 168, 31.08.2002, S. 8

Pirchegger, B. (2001),
Aktienkursabhängige Entlohnungssysteme und ihre Anreizwirkung, Wiesbaden

Pitzke, M. (2006),
US-Optionsskandal, Schmutziges Geschäft mit Aktienoptionen, in: spiegel.de, 24.07.2006

Plaschke, F. J. (2003),
Wertorientierte Management-Incentivesysteme auf Basis interner Wertkennzahlen, Wiesbaden

Prellberg, M., Schreiber, M. (2003)
Mehr Gehalt bei fallenden Kursen, in: Financial Times Deutschland, 17.12.2003, S. 33

PricewaterhouseCoopers (2000),
Wertorientierte Vergütung, Ziele – Modelle – Methoden, Mai

PricewaterhouseCoopers (2005),
Equity Planer Handbook, 2005

PricewaterhouseCoopers (2005),
Long-Term Incentive-Pläne, 2005

PricewaterhouseCoopers (2006),
Trends bei Mid- und Long-Term Incentive Plänen, Umfrage unter 39 Gesellschaften aus den Indizes DAX, MDAX, SDAX und TECDAX, Januar 2006

Rammert, S. (1998),
Die Bilanzierung vom Aktienoptionen für Manager – Überlegungen zur Anwendbarkeit von US-GAAP im handelsrechtlichen Jahresabschluß, in: Die Wirtschaftsprüfung 17/1998, S. 766–777

Rappaport, A. (1986),
Creating Shareholder Value – The New Standard for Business Performance

Rappaport, A. (1998),
Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors, New York

Rappaport, A. (1999),
Shareholder Value, Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. vollständig überarbeitete und aktualisierte Aufl., Stuttgart

Reda, J. (2002),
Compensation Committee Handbook, New York

Richter, M. (1999),
Personalführung: Grundlagen und betriebliche Praxis, 4., erw. und überarbeitete Aufl., Stuttgart

Ridder, H.-G. (1999),
Personalwirtschaftlehre, Stuttgart, Berlin, Köln

Riecke, T. (2006),
Aktienoptionen sorgen für Chaos, in: handelsblatt.com, 09.01.2006

Rosenstiel, L. v. (1992),
Grundlagen der Organisationspsychologie, 3., überarbeitete u. erg. Aufl., Stuttgart

Rosenstiel, L. v. (1993),
Wandel in der Einstellung zur Arbeit. Haben sich die Menschen oder hat sich die Arbeit verändert, Stuttgart

Saul, S. (2006),
Study Finds Backdating of Options Widespread, in: The New York Times, 17. July 2006

Sauter, B., Babel, M. (2002),
Zielsetzung von Stock Option-Plänen – betriebswirtschaftliche Grundlagen, in Achleitner, A. K., und P. Wollmert (Hrsg.), Stock Options – Finanzrecht, Gesellschaftsrecht, Bilanzierung, Steuerrecht, Arbeitsrecht und Unternehmensbewertung, Stuttgart, S. 18–25

Sauter, B., Babel, M. (2003),
Zielsetzungen von Stock-Option-Plänen; betriebswirtschaftliche Grundlagen, in: Kessler, M, Sauter T. (Hrsg.), Handbuch Stock Options, Rechtliche, steuerliche und bilanzielle Darstellung von Stock-Option-Plänen, München, S. 1–25

Schanz, G. (1985),
Mitarbeiterbeteiligung: Grundlagen – Befunde – Modelle, München, 1985

Scharbau, S. (2002),
Chefs geben schlechtes Vorbild ab, Umfrage bestätigt wachsende Kritik an Managergehältern – Persönliche Haftung gefordert, in: Handelsblatt, 17.06.2002, Nr. 113, S. 16

Schawilye, R. (1998),
Belegschaftsaktien in der mittelständischen Aktiengesellschaft, Wiesbaden

Scheffler, W. (1990),
Betriebliche Altersversorgung – Ein EDV-System zur Unterstützung unternehmerischer Entscheidungen, Wiesbaden

Schemerhorn, J. R. (1996),
Management And Organisational Behavior Essentials, Ohio

Schierenbeck, H./Arnsfeld, T./Herzog, M./Spieker, C. (1996),
Leistungsorientierte Vergütungssysteme in Banken, Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der Universität Basel

Schmalbach, J. (2004),
Kodex drängt Konzerne zur mehr Transparenz, in: faz.net, 23. Juni 2004

Shiller, R. J. (2005),
Irrational Exuberance. Princeton, NJ, Princeton University Press, 2005

Schmidt, S. (1998),
Nicht Shareholder-Orientierung, sondern Stakeholder-Orientierung, Ingolstadt

Schneider, H.-J. (1992),
Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer, in: Handbuch des Personalwesens, Gaugler E./Weber, W. (Hrsg.), Bd. 5, 2. neubearbeitete und erg. Aufl., Stuttgart, S. 1103–1113

Schneider, H.-J. (1992),
Mensch und Arbeit: Taschenbuch für die Personalpraxis, 9. Aufl., Köln

Schneider, H.J./Zander, E. (1993),
Erfolgs- und Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter in Klein- und Mittelbetrieben, Freiburg i. Br.

Scholz, C. (1997),
Individualisierung als Paradigma, Stuttgart

Scholz, C. (1997),
Zwei Alternative Modelle – Individualisierung der Personalwirtschaft in der Zukunft, in: PF, o. Jg., Nr. 2, S. 1174–1181

Schredelseker, K. (2002),
Shareholder Value: Was sonst?, S. 60, in: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Wien, S. 43-63

Schultz, R. (1992),
Erfolgsbeteiligung der Arbeitnehmer, in: Gaugler, E./Weber, W., (Hrsg.), Handwörterbuch des Personalwesens, Zweite, neubearbeitete und erg. Aufl., Stuttgart, S. 818–828

Schwalbach, J., Graßhoff, U. (2000),
[Managervergütung] und Unternehmenserfolg, in: ZfB, 67. Jg, 1997, in: Ferstl, J., Managervergütung und Shareholder Value: Konzeption einer wertorientierten Vergütung für das Top Management, Wiesbaden, S. 203–217

Schwalbe, J. (2002),
US-Wirtschaftsprüfer kämpfen im Vertrauen, in: Finanz und Wirtschaft, Nr. 75, Zürich 21.09.2002, S. 41

Schwalbe, J. (2002),
Macht der Trend in Wallstreet Schule? Analysten werden mehr gefordert, in: Finanz und Wirtschaft, Nr. 100, Zürich 18.12.2002, S. 37

Schweickhardt, W. (2001),
ERFOLG Vergütung, in: Wirtschaftswoche Nr. 4, 18.01.2001, S. 114

Schwetzler, B. (1999),
Shareholder Value Konzept, Managementanreize und Stock Option Plans, in: Die Betriebswirtschaft, Nr. 59, S. 332–350

Sharpe, W. (1964),
Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: Journal of Finance, p. 425–442

Siddiqui, S. (1999),
Ein numerischer Ansatz zur Bewertung indexgebundener Aktienoptionen, in: Finanz Betrieb Nr. 6, S. 85–88

Siddiqui, S. (1999),
Aktienoptionsmodelle als Instrument der unternehmenswertorientierten Vergütungsgestaltung. Aktuelle Durchführungsformen und neuere Entwicklungen, in: Zeitschrift für Personalforschung, Nr. 2/1999, S. 162–187

Siddiqui, S. (2000),
Ein einfaches Verfahren zur Bewertung von Aktienoptionen mit Ausübungshürden, in: Betriebs-Berater Nr. 6, S. 296–298

Siddiqui, S. (2000),
Aktienoptionsprogramme, Kapitel 5.1, in: Weidner, B. (Hrsg.), Nebenleistungen statt Gehaltserhöhung, Augsburg, S. 9–14

Siddiqui, S. (2005),
Do Interest Rate Trends Affect Future Stock Market Returns? Evidence from U.S. Markets; Finance Letters, vol. 3, issue 2, 2005

Siegwart, H. (1998),
Kennzahlen für die Unternehmensführung, Stuttgart

Smith, C., Watts, R. (1992),
The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, in: Journal of Financial Economics, p. 263–292

Spenner, E. (1999),
Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern – Eine Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen für Aktienoptionsmodelle nach bisherigem Aktienrecht und nach dem KonTraG, Göttingen

Sprenger, R. K. (1992),
Mythos Motivation: Wege aus einer Sackgasse, 3. Aufl., Frankfurt/Main, New York

Staehle, W. H. (1989),
Management, Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 4. Aufl., München

Staehle, W. H. (1994),
Management. Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 7. Aufl., München

Steltzner, H. (2005),
Kapitalismuskritik, Vom Nutzen der Heuschrecken, in: faz.net, 02.05.2005

Szaurer, B. (2006),
Bilanzielle Behandlung nach IFRS, in: PwC tipps&trends, Schwerpunkt Mitarbeiterbeteiligung, Wien, April 2006, S. 10–11

Thorpe, R., Homan, G. (2000),
Strategic Reward Systems, London

Trost, W. (2002),
Kritik an Aktienoptionen zum Nulltarif, Manager vieler Dax-Firmen erhalten kostenlose Bezugsrechte – Union Investment bemängelt Transparenz, in: Financial Times Deutschland, 27.08.2002, Nr. 165, S. 19

Utzig, S. (2002),
Corporate Governance, Shareholder Value und Aktienoptionen – die Lehren aus Enron, Worldcom und Co, in: Die Bank, Ausgabe 09/2002, S. 594–597

Voß, G.-G. (1991),
Lebensführung als Arbeit, Stuttgart

Vroom, V. H. (1964),
Work and Motivation, New York

Wagner, D., Grawert, A. (1989),
Motivationstheoretische Aspekte der Individualisierung von Anreizsystemen, in: Drumm, H. J. (Hrsg.), Individualisierung der Personalwirtschaft. Grundlagen, Leistungsansätze und Grenzen, Berlin und Stuttgart, S. 97–108

Wagner, D., Grawert, A., Langemeyer, H. (1993),
Cafeteria-Modelle, Möglichkeiten der Individualisierung und Flexibilisierung von Entgeltsystemen für Führungskräfte, in; Hochschule St. Gallen (Hrsg.), Entwicklungstendenzen im Management, Band 11, St. Gallen, S. 7

Wagner, D., Grawert, A. (1997),
Sozialleistungsmanagement – Mitarbeitermotivation mit geringem Aufwand, München, 1993

Walter, A., Kastura, B. (1993),
Betriebliche Sozialleistungen – Entwicklungen und Perspektiven, in: Weber, W. (Hrsg.), Entgeltsysteme: Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen (Festschrift zum 65. Geburtstag von Eduard Gaugler), Stuttgart, S. 355–356

Washington, L. (2002),
Greenspan: Optionen als Ausgaben verbuchen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 85, 04.05.2002, S. 3

Weber, J., Bramsemann, U., Heineke, C., Hirsch, B. (2002),
Value Based Management erfolgreich umsetzen, Vallendar

Weber, W. (1993),
Entgeltsysteme: Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen (Festschrift zum 65. Geburtstag von Eduard Gaugler), Stuttgart

Weilemann, R. (1999),
Value Based Compensation Plan, Bern

Weinert, A. (1990),
Leistungsmotivation und Arbeitszufriedenheit, in: Öffentliche Verwaltung im Umbruch: neue Anforderungen an Führung und Arbeitsmotivation; ein Symposium der Bertelsmann Stiftung am 7. und 8. September 1989 in Gütersloh

Weiß, D. (1999),
Aktienoptionspläne für Führungskräfte, Köln

Welch, I. (2000),
Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies", Journal of Business 73(4), p. 501–537

Westphal, M. (2002),
Shareholder Value: Offene Karten oder Vorsichtsprinzip? Die Vor- und Nachteile für den Aktionär, in: Siegwart, H., Mahari, J. (Hrsg.), Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, München, S. 135–152

Wenger, E. (1998),
Aktienoptionsprogramme für Manager aus der Sicht des Aktionärs, in: Meffert, H., Backhaus, K. (Hrsg.), Stock Option und Shareholder Value, Münster, S. 51–69

Wenger, E., Knoll, L., Kaserer, C. (1999),
Stock Options, in: WiSt, Heft 1, Januar, 1999

Werder, A. von (1998),
Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, in: ZGR (Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht), NR1998, S. 69–81

Wielens, H. (1970),
Ein modifiziertes Belegschaftsaktien-System zur Bildung von Vermögen in Arbeitnehmerhand, in: Die Aktiengesellschaft, 15 Jg., Nr. 1., S. 2–6

Wilhelm, J., Drees, R. (2005),
Union Investment-Studie zu den Aktienoptionsprogrammen der DAX-30-Unternehmen, Frankurt am Main

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, 1997

Winter, S. (1998),
Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 50. Jg., S. 1120–1141

Winter, S. (1999),
Optionspläne als Instrument wertorientierter Management-Vergütung, Frankfurt am Main

Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der Universität Basel (1996),
Leistungsorientierte Vergütungssysteme in Banken, Basel

Wihofszki, O. (2006),
Ausgaben für Daimler-Topmanager steigen, in: ftd.de, 07.03.2006

Witte, E. (1996),
"Wertewandel in der Bundesrepublik Deutschland – Alternative Interpretation zum Ingelhart-Index"; in: Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Heft 3, S. 534–541

Wittmann, S. (1998),
Wertorientiertes Personalmanagement: Welche Werte sollen für wen geschaffen werden, in: Bruhn., M. (Hrsg.), Wertorientierte Unternehmensführung: Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, Wiesbaden, S. 263–283

Wolf, C. (1993),
Variable Vergütung in Form eines Cafeteria-Plans, in: Personal, Personalführung+Technik+Organisation, Aufl. 5/93, S. 204

Wüstermann, J. (2005),
Ertragsvereinahmung im neuen Referenzrahmen von IASB und FASB-internationaler Abschied vom Realisationsprinzip, in: Betriebs-Berater, Bilanzrecht und Betriebswirtschaft, 60 Jg., Heft 8, 21.02.2005, S. 427–434

Yermack, D. (1995),
Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? in: Journal of Financial Economics, p. 237–269

Yermack, D. (1997),
Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, in: The Journal of Finance, no. 52, p. 449–476

Zeise, L. (2002),
Exzesse des Kapitalismus, Es hilft nicht, Stock Options als Kosten zu verbuchen. Sie müssen abgeschafft werden, in: Financial Times Deutschland, Nr. 146, 31.07.2002, S. 26