

AKTIENOPTIONEN FÜR VORSTANDSMITGLIEDER*

Theodor Baums

I. Einleitung

II. Aufgaben und Anreize

1. Erfolgsbezogene Vergütungen in der Publikumsgesellschaft
2. Aktienoptionen und sonstige erfolgsbezogene Vergütungen
3. Anreize durch Aktien und durch Aktienoptionen
4. Kurzfristdenken?
5. Aktienoptionen und Performance

III. Aktienkurs und Messung der Managementleistung

1. Jahresabschluß und Marktbewertung
2. Aktienkurs und Individualleistung
3. "Windfall profits" und "Benchmarking"
4. Aktienkurs und Aktienrendite

IV. Die Optionsbedingungen - Manipulationsgefahren und Gestaltungsprobleme

1. Einflußnahme auf Optionskonditionen
2. Die Festlegung des Basispreises
3. Ausschüttungspolitik
4. "Repricing" und "Option Swaps"
5. Verkauf und Hedging
6. Der Zeitpunkt der Ausübung der Option
7. Die Festlegung des "target"
8. Verwässerung von Optionen
9. Beendigung der Vorstandstätigkeit und "Horizontproblem"

V. Rechtsvergleichende Betrachtung

1. USA
2. Großbritannien

VI. Gestaltungsfragen im deutschen Recht

1. Zulässigkeit der Anknüpfung an Aktienkurs und Aktienrendite
2. Zuständigkeit für Zielformulierung und Langfrist-Vergütungspläne
3. Pflichten des Aufsichtsrats
4. Die Erfüllung der Optionsvereinbarung
5. Ausgabe von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen
6. Jahresabschluß und kapitalmarktrechtliche Fragen

VII. Rechtspolitische Anmerkungen

I. Einleitung

Aktienoptionen räumen ihrem Inhaber das Recht ein, Aktien zum sog. Ausübungs- oder Basispreis erwerben zu können¹. Aktienoptionen als Vergütungsbestandteile für Vorstände sehen als Basispreis regelmäßig den Kurs der Aktie bei Einräumung der Option vor. Die Option kann in der Regel nur ausgeübt werden, wenn die Aktie nach Ablauf einer bestimmten Haltefrist einen von vornherein fixierten höheren Kurs (Zielkurs) erreicht hat. Je höher der Zielkurs, desto größer der Gewinn für den Optionsinhaber. Aktienoptionen für Manager vermitteln diesen also den Anreiz, den Börsenkurs der Aktien und damit den Marktwert des Unternehmens zu maximieren.

Unlängst haben die Deutsche Bank und Daimler-Benz entschieden, Aktienoptionen an ihre Vorstände und weitere leitende Angestellte auszugeben². Diese Entscheidung ist allgemein als Signal verstanden worden, dem weitere Unternehmen folgen dürften³, und hat kontroverse Diskussionen ausgelöst⁴. Je nach Standpunkt wird die Ausrichtung des Managements auf das Ziel der Börsenkursmaximierung als einseitige Durchsetzung von Kapitaleignerinteressen kritisiert⁵ oder als Anpassung an internationale, insbesondere anglo-amerikanische Gepflogenheiten begrüßt⁶.

In der Tat weichen die Managergehälter insbesondere in den USA nicht nur in ihrer absoluten Höhe, sondern auch in ihrem Aufbau erheblich von der üblichen Vergütung eines deutschen Vorstandsmitglieds ab. Nach einer Übersicht in der Business Week haben die Leiter (Chief Executive Officers) der 362 größten Unternehmen 1995 im Durchschnitt DM 5,6 Mio verdient⁷. In den meisten großen deutschen Aktiengesellschaften haben die Vorstandsmitglieder 1995 demgegenüber Gesamteinkünfte in einer Spanne zwischen 700 000,-- und DM 1,6 Mio bezogen⁸. Damit verdienen amerikanische Top-Manager etwa das 113fache eines Industriearbeiters, deutsche Vorstände von Großunternehmen zwischen dem 15- und 30fachen⁹. Die laufende Vergütung amerikanischer Spitzenmanager besteht typischerweise aus drei Komponenten: dem Grundgehalt, einem jährlichen Bonus und langfristig wirkenden Vergütungsbestandteilen wie z. B. Aktienoptionen¹⁰. Festes Grundgehalt und langfristig wirkende Vergütungsbestandteile, darunter Aktienoptionen, machen jeweils knapp 40 % des Gesamtgehalts aus¹¹. In

Einzelfällen belaufen sich Aktienoptionen allerdings auf ein Vielfaches des Fixums¹² und können sich über die Jahre hinweg zu außerordentlichen Vermögenswerten aufsummieren¹³. Deutsche Vorstandsgehälter sind damit nicht nur der Höhe nach nicht zu vergleichen; sie sind herkömmlich auch anders strukturiert: Etwa 80 % der Entlohnungssysteme sehen je zur Hälfte ein Festgehalt vor, während sich die andere Hälfte nach der Dividende richtet¹⁴. Aktienoptionspläne oder ähnlich langfristig angelegte "Anreizpläne" (long term incentive plans) sind bisher weithin ungebräuchlich. Auch wenn deutsche Unternehmen demnach offensichtlich von den amerikanischen Verhältnissen noch weit entfernt sind, verlohnt im Hinblick auf die Einführung einzelner Aktienoptionspläne doch ein Blick auf die dort geführte Diskussion. Dabei interessiert an dieser Stelle freilich weniger die populistische Kritik an der exzessiven Höhe der Managergehälter¹⁵ als vor allem die Diskussion der Anreizwirkungen von Aktienoptionen sowie der damit verbundenen Meßprobleme und Manipulationsmöglichkeiten (dazu unten Abschnitte II. -IV.). Ein weiterer Abschnitt (V.) weist dann in einem kurzen Rechtsvergleich auf die Regulierung in den USA und Großbritannien sowie auf neuere Entwicklungen in diesen Ländern hin. Rechtlichen Gestaltungsfragen nach deutschem Recht ist der VI. Abschnitt gewidmet. Die Studie schließt mit einigen rechtspolitischen Bemerkungen (VII.).

II. Aufgaben und Anreize

1. Erfolgsbezogene Vergütungen in der Publikumsgesellschaft

Erfolgsbezogene Vergütungsbestandteile für angestellte Manager stellen vor allem in Publikumsgesellschaften eine Reaktion auf die dort besonders ausgeprägten Informations- und Kontrollprobleme der Anteilseigner dar¹⁶. So mögen die Kapitalgeber sich bietende erfolgversprechende Investitionsmöglichkeiten nicht erkennen und einschätzen können; unternehmerische Fehlentscheidungen mögen erst nach Jahren offenbar werden. Es liegt daher nahe, nicht lediglich auf eine mehr oder minder effektive begleitende Verhaltenssteuerung und -kontrolle durch eine Vertretung (Aufsichtsrat) zu bauen¹⁷, sondern ein festes oder variable Ziele zu setzen und die Vergütung an deren Erreichen oder Verfehlen auszurichten. Die Zahlung nur eines Fixgehalts würde sich also eines gerade für die Publikumsgesellschaft wichtigen Anreiz- und Steuerungselementes begeben. Umgekehrt kann freilich nicht ganz auf einen festen Vergütungsbestandteil verzichtet werden wegen des damit verbundenen regelmäßig nicht hinnehmbaren Risikos, aber auch deshalb, weil erfolgsbezogene Vergütungen regelmäßig an Ziele an-

knüpfen, deren Erreichen nicht ausschließlich vom Einsatz und Können des einzelnen Managers abhängt¹⁸. Es geht deshalb darum, den richtigen "Mix" zwischen Fixum und erfolgsabhängiger Vergütung zu finden¹⁹. Und dieser Mix hängt wiederum entscheidend ab von der Zielformulierung und der Genauigkeit der Erfolgsmessung, nach welcher sich der erfolgsabhängige Bestandteil der Vergütung richtet; darauf wird noch einzugehen sein.

2. *Aktienoptionen und sonstige erfolgsbezogene Vergütungen*

Aktienoptionen stellen nur eine mögliche Form aus einem ganzen Bündel verschiedener erfolgsabhängiger Vergütungsformen dar, die ihrerseits noch miteinander kombiniert werden können. Üblich sind Unterscheidungen erfolgsbezogener Entgelte nach ihrer Laufzeit, also auf das einzelne Geschäftsjahr bezogene Vergütungen (z. B. Dividendentantieme) im Gegensatz zu langfristig angelegten Programmen²⁰. Eine andere Unterscheidung differenziert zwischen solchen erfolgsabhängigen Vergütungen, die auf Jahresabschlußdaten beruhen (Jahresüberschuß, Bilanzgewinn, Gewinn pro Aktie, Dividende, Umsatz u.a.m.), und solchen Vergütungselementen, die auf den Aktienkurs oder die Aktienrendite abstellen²¹. Hierzu gehören insbesondere, neben den Aktienoptionen, von der Aktienkursentwicklung abhängige Bonuszahlungen ("stock appreciation rights"); unentgeltlich oder zu einem erheblichen Diskont überlassene Aktien, die für einen bestimmten Zeitraum gehalten werden müssen ("restricted stock awards"), sowie sog. Phantom Stock Plans, die dem Manager Aktienkursgewinne und Dividenden zukommen lassen, wie wenn er ein Aktienpaket in einer bestimmten Größenordnung hielte²². Im vorliegenden Zusammenhang ist wichtiger die Feststellung, daß sich erfolgsabhängige Vergütungen nicht nur hinsichtlich ihrer Dauer und der Anknüpfung an Jahresabschlußdaten oder Marktdaten (Aktienkurs) unterscheiden können. Bedeutsam ist hier vielmehr, daß diese Vergütungssysteme je unterschiedliche Anreize vermitteln. Ein umfassender Vergleich der verschiedenen Systeme mit Aktienoptionen unter diesem Aspekt wäre zweifellos reizvoll, muß aber gleichwohl aus Raumgründen hier unterbleiben.

3. *Anreize durch Aktien und durch Aktienoptionen*

Besonders aufschlußreich ist aber ein Blick auf die Alternative, das Management zu veranlassen, statt Optionen auf eine bestimmte Anzahl von Aktien sofort einen solchen Aktienbestand

zu übernehmen und zu halten. Ein Vergleich dieser beiden Alternativen läßt die Besonderheiten von stock options besonders deutlich hervortreten.

Die Gemeinsamkeit und der Zweck beider Vergütungsformen besteht, allgemein gesprochen, sicher darin, die Interessen der Manager mit denen der Aktionäre besser zur Deckung zu bringen. Die Interessen von Managern und Aktionären divergieren in verschiedener Hinsicht. So unterscheiden sich die Risikopräferenzen diversifizierter Anleger von denen eines Managers ohne Beteiligung am Unternehmenserfolg, dessen Einkommen, Arbeitsplatz und unternehmensspezifisches Wissen mit dem Schicksal des Unternehmens verknüpft sind. Aktienbesitz wie Aktienoptionen können diese unterschiedlichen Risikoeinstellungen einander angleichen²³. Bei näherem Zusehen ergeben sich aber doch wesentliche Unterschiede zwischen beiden Modellen.

Zunächst einmal haben diese beiden Vergütungsformen verschiedene steuerliche Effekte²⁴ und unterschiedliche Auswirkungen auf die Liquidität²⁵; das soll hier beiseite bleiben.

Ein erster Unterschied in den Anreizwirkungen ergibt sich daraus, daß Aktienoptionen zwei sich überlagernde Anreize vermitteln, die sich nicht notwendig decken. Zum einen und primär muß nämlich ein Ziel (das "target") erreicht werden, damit das Optionsrecht überhaupt ausgeübt werden kann. Dieses Ziel könnte z. B. in einer bestimmten Umsatzsteigerung liegen. Hinzu tritt dann das Interesse an der Steigerung der Aktienrendite, da dies den Wert des erhofften Aktienpakets erhöht. Aktienoptionen stellen wegen dieser Möglichkeit der Verknüpfung verschiedener Ziele ein flexibleres Instrument dar als die bloße Vergabe von Aktien.

Im praktischen Regelfall sind Aktienoptionen an die Bedingung geknüpft, daß während der Haltefrist eine bestimmte Aktienkurssteigerung erreicht wird²⁶. Für das Vorstandsmitglied, das Aktien hält, besteht demgegenüber der Anreiz, nicht ausschließlich den Kurs, sondern die Aktienrendite zu maximieren. Die Anknüpfung allein an das Kursziel könnte Einfluß z. B. auf Dividendenausweis und -ausschüttung haben; dem wird noch nachzugehen sein²⁷.

Ein zweiter Unterschied wird häufig in folgendem gesehen: Bei Aktienbesitz nehme der Manager bei negativer Entwicklung am Verlust teil, während er bei Aktienoptionen die Option zwar nicht ausüben könne, aber nicht am Verlust beteiligt sei. Die Interessen von Aktionären und Managern stimmten insoweit nicht überein²⁸. Das ist zumindest mißverständlich, was deutlich

wird, wenn man sich vor Augen hält, daß nicht nur die Aktie, sondern auch die nicht ausgeübte und nicht börsengehandelte²⁹ Option einen Wert hat, der präzise berechnet werden kann³⁰. Erhält ein Manager gegen einen Gehaltsverzicht von z. B. 100 in einem Fall Aktien und im anderen Fall Aktienoptionen, dann nimmt er bei einem Kursverlust mit seiner Aktie pro rata teil, während seine Optionen insgesamt verfallen, wenn der Zielkurs nicht erreicht wird, und zwar gleich, um wieviel der Aktienkurs darunterbleibt³¹. Umgekehrt führt unter denselben Ausgangsannahmen (Erwerb von Aktien und Aktienoptionen unter Gehaltsverzicht in derselben Höhe) jede Kursentwicklung jenseits des Zielkurses zu einer sehr viel höheren Wertsteigerung im Vermögen des Optionsbesitzers³². Es besteht in jedem Falle also ein stärkerer Anreiz für den Optionshalter als für den Aktieninhaber, den Zielkurs zu erreichen. Manager mit Aktienoptionen werden sich deshalb auch risikobereiter zeigen³³. Empirische Untersuchungen haben dies bestätigt³⁴. Die Risikoaversion des Managers ohne Beteiligung am Unternehmenserfolg, dessen Einkommen, Arbeitsplatz und unternehmensspezifisches Wissen auf dem Spiel steht, wird dadurch abgemildert und der Risikopräferenz diversifizierter Anleger angeglichen. Demgegenüber würde Aktienbesitz, um denselben Effekt zu erreichen, einen sehr viel höheren Kapitaleinsatz fordern und damit weiteres Vermögen des Managers mit dem Schicksal des Unternehmens verknüpfen³⁵. Freilich hängt hier alles vom Ausmaß der durch die Optionen vermittelten Anreize ab, also vom Anteil dieses Vergütungsbestandteils an der Gesamtvergütung, vom Umfang der zugesagten Optionen und der Höhe des zu erreichenden Zielkurses.

Mit den vorstehenden Bemerkungen sind zweifellos noch nicht sämtliche Anreize beschrieben, die durch Aktienoptionen vermittelt werden können. So ergeben sich Anreize, die Zielsetzung und Zielerreichung zu beeinflussen; sie werden später (unten IV.) behandelt. Im folgenden ist zunächst und gesondert der Einwand zu erörtern, Optionen als Vergütungsbestandteile förderten das Kurzfristdenken.

4. *Kurzfristdenken?*

Gegenüber Vergütungssystemen, die wie Aktienoptionen an die Kursentwicklung der Aktie anknüpfen, wird gelegentlich der Vorwurf erhoben, sie förderten das Kurzfristdenken des Managements³⁶. Der Aktienkurs reagiere auf Veränderungen in den Ertragsquellen, die der Markt unmittelbar beobachten könne, z. B. Veränderungen der in den Quartalsberichten mitgeteilten

Veränderungen der Umsatz- und Ertragszahlen, stärker als etwa auf das Marktpotential neuer Produkte, das schwerer einzuschätzen sei, oder gar auf vorläufig geheimgehaltene Entwicklungen. Diese Annahme widerspricht allerdings der Hypothese der Informationseffizienz des Kapitalmarktes in ihrer strengsten Form, wonach alle Informationen, auch die von den Managern des Unternehmens selbst und anderen Insidern gehaltenen Informationen, in den Kursen enthalten sind³⁷. Diese Hypothese wird freilich ihrerseits als nicht sehr plausibel bezeichnet³⁸. Wie dem auch sei, jedenfalls wird die Gestaltung des Optionsvertrages hierauf Rücksicht nehmen müssen. Eine ausschließliche Kurzfristorientierung mit Nachteilen für das Unternehmen kann u. a. durch eine entsprechende Beschränkung dieses Vergütungsbestandteils an der Gesamtvergütung und durch eine hinreichend lange Zeitspanne zwischen Einräumung und Möglichkeit der Ausübung der Option ausgeschlossen werden. Empfohlen wird eine Haltefrist von 3 Jahren³⁹. Einer Kurzfristorientierung kann zusätzlich dadurch entgegengewirkt werden, daß die Optionsinhaber dazu verpflichtet werden, im Fall der Ausübung der Option die erworbenen Aktien für einen bestimmten Zeitraum zu halten⁴⁰.

5. *Aktienoptionen und Performance*

Bei richtiger Strukturierung und Ausschaltung von Manipulationsmöglichkeiten (s. dazu im einzelnen noch unten III. und IV.) sollten Aktienoptionen zur Unternehmenswertsteigerung beitragen. Zahlreiche ökonometrische Studien aus dem angloamerikanischen Bereich haben versucht zu messen, ob ein positiver Zusammenhang zwischen Performance-orientierten Vergütungssystemen und Unternehmenswertsteigerung tatsächlich festzustellen ist, und welche sonstigen Auswirkungen Performance-orientierte Vergütungen auf das Unternehmen und die Unternehmensbeteiligten haben. Dabei wird die Vergabe von Aktienoptionen regelmäßig mitbehandelt, häufig aber nicht gesondert untersucht⁴¹. Speziell auf die Auswirkungen von Aktienoptionen ausgerichtete Studien unterscheiden sich nicht nur in ihrer Methode, den untersuchten Unternehmen und Zeiträumen voneinander, sondern auch in ihren Fragestellungen, und kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Wegen der Einzelheiten muß an dieser Stelle auf die einschlägige Literatur verwiesen werden⁴².

III. Aktienkurs und Messung der Managementleistung

Wie bereits bemerkt, wird herkömmlich in aller Regel als Bedingung für die Ausübung von Optionen vereinbart, daß ein bestimmter Zielkurs erreicht wird. Die Frage, ob die Anknüpfung an den Aktienkurs eine korrekte und überzeugende Messung der Managementleistung zuläßt, hat gewiß einen grundsätzlichen Aspekt⁴³, aber auch mehrere eher technische Facetten. Die folgenden Bemerkungen gehen zunächst auf diese ein.

I. Jahresabschlußdaten und Marktbewertung

Klassische Maßstäbe unternehmerischen Erfolgs sind die Größen Jahresüberschuß und Bilanzgewinn. Diese Größen sind bekanntlich sowohl durch bilanzielle Zwänge (z. B. Vorsichtsprinzip) als auch durch die Ausnutzung von Ansatz- und Bewertungswahlrechten verzerrt⁴⁴. Außerdem läßt das Abstellen auf den Jahresbilanzgewinn das Risiko außer Betracht⁴⁵. Dieselben Einwände bestehen auch gegen hiervon abgeleitete Bezugsgrößen, wie z. B. den Gewinn pro Aktie⁴⁶ oder die ausgeschüttete Dividende.

Es liegt daher nahe, an ein marktliches Verfahren anzuknüpfen, das die erzielte Unternehmenswertsteigerung einschließlich des damit verknüpften Risikos unabhängig bewertet. Börsennotierte Unternehmen können sich bei Vergabe von Aktienoptionen eine derartige marktliche Bewertung zunutze machen, nämlich wenn die Ausübung der Optionen vom Erreichen einer von vornherein fixierten Marktwert(Börsenkurs-)steigerung des Unternehmens abhängig gemacht wird. Es wird allerdings im folgenden noch gezeigt werden, daß die isolierte Anknüpfung allein an den Börsenkurs, ohne Berücksichtigung ausgeschütteter Dividenden und ohne Vergleich mit der allgemeinen Marktentwicklung und der Performance von Wettbewerbern, keine zutreffende Einschätzung der Managerleistung ermöglicht. Außerdem läßt die Anknüpfung an den Aktienkurs keine Bewertung von Individualleistungen zu. "Weiche" Performancekriterien wie Kundenzufriedenheit, Erreichen von Qualitätsstandards, Fortbildung von Mitarbeitern usw.⁴⁷ sollten sich dagegen jedenfalls längerfristig auch im Unternehmenserfolg und damit im Aktienkurs niederschlagen.

2. *Aktienkurs und Individualleistung*

Ein erstes caveat gegenüber dem Aktienkurs als Maßstab unternehmerischer Leistung ergibt sich daraus, daß der Kurs auch bei korrekter Verarbeitung von Informationen über Individualleistungen deren Beitrag zum unternehmerischen Erfolg nicht mehr aufzuschlüsseln und gesondert auszuweisen vermag. Bewertet wird allenfalls die Leistung eines gesamten Teams, nicht eines Einzelnen. Außergewöhnliche Leistungen und Erfolge werden nicht individuell belohnt, Versagen wird nicht individuell geahndet⁴⁸. Aktienoptionen mit der Anknüpfung an den Börsenkurs der Gesellschaft kommen daher am ehesten für Führungskräfte mit Gesamtverantwortung (Vorstand) in Frage. Für die Leiter rechtlich unselbständiger Geschäftsbereiche sollte entweder ein anderes target⁴⁹ oder eine ganz andere erfolgsbezogene Vergütungsform gewählt werden.

3. *"Windfall profits" und "Benchmarking"*

Die Entwicklung des Aktienkurses eines Unternehmens beruht nicht allein auf der Bewertung der Leistung des Managements durch den Markt. Einfluß auf die Bildung des Aktienkurses haben auch sonstige unternehmensspezifische Faktoren, die nichts mit der Managerleistung zu tun haben (Wegfall eines wichtigen Nachfragers z. B.), und vor allem auch exogene Faktoren, wie z. B. Zinsentwicklungen, Wechselkursschwankungen oder Konjunkturfälle, die die Branche oder den Markt insgesamt betreffen. Einzelne dieser Faktoren lassen sich heute zwar auch durch geeignete Vorkehrungen (Hedging) ausschalten. Dennoch bleibt es dabei, daß eine an der Entwicklung des Aktienkurses einer einzelnen Unternehmung anknüpfende Vergütung dazu führen kann, daß deren Vorstand für Entwicklungen belohnt wird, die nichts mit seiner Leistung zu tun haben. Die "windfall profits" der Direktoren britischer Energieversorgungsunternehmen, deren Aktienkurse sich im Zuge der Privatisierung steil nach oben entwickelten, sind ein bekanntes Beispiel für solche unverdienten Entlohnungen. Umgekehrt kann es natürlich auch zu einer unverdienten Bestrafung solcher Führungskräfte kommen, die das Aktienkursziel trotz guter Leistung aufgrund exogener Kurseinflüsse verfehlt haben. Man kann nun versuchen, den Einfluß branchen- oder marktbezogener exogener Faktoren dadurch zu eliminieren, daß nicht ausschließlich an die Aktienkursentwicklung des betreffenden Unternehmens, sondern an die relative Performance, die Entwicklung des Aktienkurses im Vergleich zu einem Branchen- oder Gesamtmarktindex, angeknüpft wird⁵⁰. Die amerikanische Wertpapieraufsicht

(SEC) fordert einen solchen Performance-Vergleich im sog. Proxy Statement des Managements an die Aktionäre gerade deshalb, um den Aktionären eine zutreffende Einschätzung der Leistung und Vergütung ihres Managements zu ermöglichen⁵¹. Die Performance-Messung nicht allein mit Hilfe des eigenen Aktienkurses, sondern mit Hilfe eines Branchenindex oder allgemeinen Marktindex als "Benchmark" kann in der Tat zu ganz anderen Ergebnissen führen⁵².

"Benchmarking" stellt allerdings kein Allheilmittel dar. Branchenbezogenes Benchmarking scheidet bei diversifizierten oder international tätigen Unternehmen häufig aus. Außerdem eliminiert Benchmarking nur exogene kursbildende Faktoren, die die Branche bzw. den Markt insgesamt beeinflussen. "Endogene" Faktoren dagegen, die einerseits unternehmensspezifisch sind, andererseits aber nichts mit der Leistung des Managementteams zu haben, werden dadurch nicht ausgeschaltet. Privatisierungsentscheidungen, Takeover-Angebote an die Aktionäre der Gesellschaft oder schlicht der Ölfund auf ihrem Grundstück mögen den Kurs ohne jedes Zutun des Managements über die Ziellinie der Optionsvereinbarung treiben, auch wenn Benchmarking erfolgt. Es kommt hinzu, daß eine Ausrichtung der Vergütung am Durchschnitt einer Branche dem Management den falschen Anreiz geben kann, auf einem Markt mit schlechten Perspektiven auszuharren, weil jedenfalls seine Leistung im Branchenvergleich herausragt⁵³. In der anglo-amerikanischen, insbesondere in der britischen Unternehmenspraxis rückt man daher aufgrund negativer Erfahrungen inzwischen zunehmend von den ausschließlich an den Aktienkurs anknüpfenden Optionsprogrammen wieder ab⁵⁴. Und die ökonomische Literatur versucht weiterhin, den beschriebenen Problemen mit Hilfe einer genaueren Performance-Messung auf der Basis unternehmensinterner Daten⁵⁵ oder durch die Vereinbarung über die Aufteilung verschiedener kursrelevanter Risiken auf Gesellschaft und Manager⁵⁶ beizukommen.

4. *Aktienkurs und Aktienrendite*

Ein weiterer Punkt betrifft die Ausklammerung ausgeschütteter Dividenden, wenn nur an den Aktienkurs und nicht an die Aktienrendite insgesamt angeknüpft wird. Die Aktienkurssteigerung allein gibt die erzielte Marktwertsteigerung des Unternehmens nur dann korrekt wieder, wenn keine Dividenden ausgeschüttet worden sind. Das bedeutet aber, daß Manager in Unternehmen mit Ausschüttungen *ceteris paribus* schlechter bewertet werden und abschneiden als

ohne Ausschüttungen. Und dies wiederum gibt einen Anreiz zur Änderung des Ausschüttungsverhaltens⁵⁷.

Will man an dieser Stelle ein vorläufiges Fazit ziehen, dann läßt sich festhalten, daß den Vorteilen von Aktienoptionen⁵⁸ deutliche Nachteile gegenüberstehen können. Diese Nachteile können nur durch sorgfältige Strukturierung und korrekten Einsatz dieses Instruments⁵⁹ weitgehend ausgeschaltet werden. Der folgende Abschnitt wendet sich nun besonderen Manipulationsgefahren und weiteren Gestaltungsfragen zu.

IV. Die Optionsbedingungen - Manipulationsgefahren und Gestaltungsprobleme

Nachteile für das Unternehmen und die Aktionäre können sich nicht nur durch die Wahl einer ungeeigneten Zielvorgabe ergeben, an welche die Ausübung der Option angeknüpft wird. In der Literatur wird von einer Reihe weiterer denkbarer oder tatsächlich bereits realisierter Manipulationsmöglichkeiten und Gestaltungsprobleme berichtet, die im folgenden jedenfalls kurz erwähnt werden sollen.

1. Einflußnahme auf Optionskonditionen

Zunächst einmal sollte sich von selbst verstehen, daß nicht das Management (der Vorstand) selbst, soweit es um seine eigene Vergütung geht, die Optionskonditionen (Basispreis, target, Laufzeit, Anzahl der Aktien usw.) in Vertretung der Gesellschaft soll festlegen können. Im deutschen dualen System ist hierfür eindeutig die ausschließliche Zuständigkeit des Aufsichtsrats vorgesehen (§§ 84 Abs. 1, 112 AktG)⁶⁰. Im one-board-System der USA und Großbritanniens werden Compensation Committees empfohlen, die mit outside directors besetzt sein sollen. In den weitaus meisten Publikumsgesellschaften ist dies dort auch die geübte Praxis⁶¹.

Allerdings ist die Gefahr der Einflußnahme auf Struktur und Gestaltung der Vergütung seitens des Management mit dieser formalen Trennung nicht beseitigt. Häufig bestehen, insbesondere in den großen Publikumsgesellschaften, personelle Verflechtungen zwischen leitenden Führungskräften und sind in den Aufsichts- und Vertretungsorganen (Aufsichtsrat; board) Mitglieder tätig, die ihrerseits an der Durchsetzung bestimmter Vergütungselemente und hoher Ver-

gütungen interessiert sind⁶². Die anglo-amerikanischen Rechtssysteme versuchen dieses wechselseitige "back scratching" vor allem durch weitreichende Publikations- und Offenlegungsvorschriften einzugrenzen⁶³. Das deutsche Recht weist hier Defizite auf⁶⁴.

2. *Die Festlegung des Basispreises*

Das Ausmaß der Belohnung für das Erreichen eines bestimmten Zieles (Zielkurs) kann entweder mittels der Anzahl der ausgegebenen Aktien oder - wenn diese Anzahl aus bestimmten Gründen begrenzt bleiben soll - durch die Gestaltung des Basispreises festgelegt werden. Üblicherweise entspricht der Basispreis dem Kurs der Aktie im Zeitpunkt der Einräumung der Option⁶⁵. Die Festlegung dieses Zeitpunkts sollte nicht ins Ermessen des Optionsempfängers selbst gestellt sein, da dieser es sonst in der Hand hätte, den Basispreis zu beeinflussen⁶⁶. Außerdem sollte bei der Anknüpfung des Basispreises an den Börsenkurs der Aktie zu einem bestimmten Tag bedacht werden, daß die Ankündigung und Ausgabe von Optionen je nach dem gewählten Umfang ihrerseits Auswirkungen auf die Preisbildung haben kann⁶⁷.

Um Sondereinflüsse auf den Kurs zur Zeit der Festlegung des Basispreises oder beim Erreichen oder Verfehlen des target zu vermindern, wird empfohlen, Optionen zeitlos gestaffelt nacheinander einzuräumen, statt sie zum selben Zeitpunkt in großem Umfang zu denselben Konditionen zu vergeben⁶⁸. Mitunter wird als Basispreis auch der Durchschnittskurs während eines bestimmten Zeitraums vor Optionseinräumung statt des Aktienkurses am Tag der Optionsgewährung gewählt.

3. *Ausschüttungspolitik*

Es wurde bereits oben erwähnt, daß die Anknüpfung an die Aktienkurssteigerung statt an die Aktienrendite dasjenige Managementteam, das hohe Ausschüttungen vornimmt, ceteris paribus schlechter belohnt als ein Management, das verteilungsfähige Gewinne einbehält⁶⁹. Dementsprechend entsteht ein Anreiz, die Dividendenpolitik im Sinne des Managements zu steuern. Eine empirische Studie hat einen solchen Einfluß der Einführung von stock options auf die Ausschüttungen belegt⁷⁰. Unabhängig davon, wie sich eine veränderte Dividendenpolitik auf den Wert des Unternehmens und die Aktionäre auswirkt⁷¹, sollte jedenfalls dem Management

kein Anreiz gegeben werden, aus persönlichem Interesse in dieser oder jener Richtung zu entscheiden.

4. *"Repricing" und "Option Swaps"*

In der Literatur wird von der offenbar nicht seltenen Praxis berichtet, den Basispreis nachträglich, bei Kursverfall, nach unten zu korrigieren unter Hinweis auf exogene, dem Management nicht anzulastende negative Kursentwicklungen, oder in solchen Fällen die alten Optionen gegen neue, "angepaßte" Optionen einzutauschen⁷². Solche Anpassungsprobleme könnten jedenfalls teilweise durch Benchmarking vermieden werden, wie oben gezeigt wurde⁷³. Nicht gerechtfertigte nachträgliche Anpassungen des Basispreises nach unten benachteiligen die Aktionäre⁷⁴. Gelegentlich findet sich aus diesem Grund die Bestimmung in Optionsbedingungen, daß einer Neufestsetzung der gesamte Aufsichtsrat (Board) zustimmen muß.

5. *Verkauf und Hedging*

Da Aktienoptionen darauf abzielen, den Führungskräften der Gesellschaft Anreize zur Unternehmenswertsteigerung zu vermitteln, versteht sich von selbst, daß die Optionen nicht veräußert werden dürfen. Der Klarheit halber sollte die Unübertragbarkeit in der Optionsabrede festgelegt werden. Ebenso darf der sich aus einer solchen "Call-Option" für den Manager ergebende und gewollte Anreiz zur Unternehmenswertmaximierung nicht durch ein gegenläufiges Hedge-Geschäft (Kauf einer Put-Option) neutralisiert werden⁷⁵. Es wurde bereits erwähnt, daß es sich empfehlen kann, auch für die durch Ausübung der Option erworbenen Aktien selbst eine Haltefrist zu vereinbaren⁷⁶. Dem steht allerdings häufig der Wunsch entgegen, jedenfalls einen Teil der Aktien sofort verkaufen zu können, um den Ausübungspreis und die anfallenden Steuern finanzieren zu können.

6. *Der Zeitpunkt der Ausübung der Option*

In der Regel kann die Option erst mehrere, z. B. drei Jahre⁷⁷ nach ihrer Einräumung, ausgeübt werden, um das Management nicht durch das Setzen allzu kurzfristiger Ziele zu einer entspre-

chend kurzfristig orientierten Politik zu veranlassen. Daran schließt sich regelmäßig ein Ausübungszeitraum von nicht selten ebenfalls mehreren Jahren an, währenddessen die Option ausgeübt werden kann, sofern das gesetzte Ziel erreicht und die Option "im Geld" ist. Bei Anknüpfung an den Kurs empfiehlt sich nicht die Festsetzung eines einzelnen bestimmten Tages, an dem dieses target erreicht sein muß, weil Sondereinflüsse vorliegen mögen und der Kurs u. U. auch, jedenfalls bei weniger liquiden Werten, manipuliert werden könnte⁷⁸. Häufig bleibt es dem Berechtigten selbst überlassen, in welchem Zeitpunkt er die Option ausübt. Da es sich bei den Berechtigten in der Regel um Insider handeln wird⁷⁹, findet sich gelegentlich auch die vorsorgliche Bestimmung, daß Optionen jeweils nur binnen drei Wochen nach Veröffentlichung eines Zwischenberichts oder der Offenlegung des Jahresabschlusses ausgeübt werden dürfen.

7. *Die Festlegung des "target"*

Herkömmlich wird, wie berichtet, als target die angestrebte Kurssteigerungsrate der betreffenden Aktie (in % des Basispreises) gewählt. Dieses target muß während der Laufzeit der Option erreicht werden, damit die Option ausgeübt werden kann⁸⁰. Es wurde bereits ausgeführt, daß statt dessen eher auf die erzielte Aktienrendite⁸¹, und zwar im Vergleich zum Branchendurchschnitt oder zu einem Marktindex⁸², abgestellt werden sollte. Die zu erreichende Aktienrendite sollte dabei jedenfalls über der Durchschnittsrendite von risikofreien festverzinslichen Anleihen mit derselben Laufzeit liegen⁸³. Nach deutschem Aktienrecht ist es nicht zulässig, dem Vorstand zu gestatten, das ihm gesetzte target in späteren Jahren anzupassen (§§ 84 Abs. 1 S. 5, 112 AktG)⁸⁴.

8. *Verwässerung von Optionen*

Optionsrechte können u. a. dadurch verwässert werden, daß vor ihrer Ausübung die Gesellschaft ihr Kapital erhöht oder Wandel- oder weitere Optionsrechte begründet, und den Inhabern der Optionsrechte kein Bezugsrecht eingeräumt wird. Um dies auszuschließen, sollte ein Verwässerungsschutz vereinbart werden⁸⁵.

9. *Beendigung der Vorstandstätigkeit und "Horizont-Problem"*

Aktienoptionen sind vornehmlich als Anreiz zur Erreichung bestimmter unternehmerischer Ziele gedacht und diesem Zweck entsprechend regelmäßig nur für die tatsächliche Dauer der Ausübung der Vorstandstätigkeit vorgesehen. Die Optionsvereinbarung sollte deshalb für die verschiedenen denkbaren Fälle der Beendigung der Vorstandstätigkeit (Abberufung und Amtsniederlegung, fristlose Entlassung aus wichtigem Grund, Tod oder Ruhestand des Berechtigten, Umwandlung und Auflösung der Gesellschaft) sowie für das Ende der Börsennotierung eine entsprechend angepaßte rechtliche Regelung treffen. In diesem Zusammenhang sei auf den besonderen Beitrag hingewiesen, den Aktienoptionen zur Lösung des in der Literatur beschriebenen "Horizontproblems"⁸⁶ zu leisten vermögen. Für Führungskräfte, deren Vergütung ausschließlich in einem Fixum und einer vom Jahresüberschuß oder Bilanzgewinn abgeleiteten Tantieme besteht, mag insbesondere dann, wenn das Ausscheiden z. B. aus Altersgründen bevorsteht, der Anreiz entstehen, erst längerfristig wirksam werdende Maßnahmen (Investitionen, Forschung und Entwicklung usw.) gegenüber kurzfristig erfolgswirksamen Aktionen zu vernachlässigen. Ein an die Aktienrendite anknüpfendes Vergütungssystem vermag dieses Horizontproblem in gewisser Weise zu entschärfen, da die Aktienkurssteigerung den erwarteten Zukunftsertrag widerspiegelt.

V. **Rechtsvergleichende Betrachtung**

Was ist die Aufgabe des Rechts in diesem Zusammenhang? Vermögen sich die Beteiligten nicht selbst, durch den Abschluß entsprechend gestalteter Verträge und Vorkehrungen, gegen die geschilderten Manipulationsmöglichkeiten und Gestaltungsfehler zu schützen? Inwieweit bedarf es hier einer ergänzenden Regulierung? Ein kurzer Blick auf die Regulierung und die rechtliche Debatte in den USA und Großbritannien zeigt, daß der Schutz der Aktionäre, die Effizienz des Kapitalmarktes und des Marktes für Managerdienstleistungen ergänzende Regulierungen erfordern.

1. USA

Die Entwicklung und das Ausmaß von Aktienoptionsplänen für Führungskräfte in den USA wurde ganz maßgeblich von den - im Zeitablauf mehrfach wechselnden - steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten geprägt, die solche stock option plans für Manager und Gesellschaft gleichermaßen boten⁸⁷. Die steuerliche Behandlung wird im folgenden ausgeblendet.

a) An und für sich ist nach amerikanischem Gesellschaftsrecht für die Festsetzung der Vergütung für executive directors der Board der Gesellschaft zuständig. Die Vergabe von Aktienoptionen bedarf aber, wegen der damit verbundenen Verwässerung des Aktienbesitzes, regelmäßig der Billigung durch die Gesellschafter, wobei dieses Zustimmungserfordernis auf einzelstaatlichem Recht⁸⁸, Börsenregeln oder auch auf steuerlichen Anforderungen beruhen kann⁸⁹. Wenn Mitglieder des Board, die zugleich senior officers sind, bei der Festsetzung von Vergütungen mitwirken, ergeben sich notwendig Interessenkonflikte. Um dem vorzubeugen, haben viele Gesellschaften inzwischen Board-Ausschüsse (Compensation Committees) eingerichtet, die entweder ausschließlich oder in ihrer Mehrheit mit outside directors besetzt sind⁹⁰. Das American Law Institute hat eine ausschließliche Besetzung mit outside directors empfohlen⁹¹.

Die Gerichte kontrollieren auf Aktionärsklagen ("derivative suit") hin Vergütungsregelungen für Manager unter dem Gesichtspunkt der Verletzung der Treuepflicht, genauer, wegen Verstoßes gegen die Regeln über das self-dealing. In diesem Zusammenhang kann von Bedeutung sein, ob der betreffende executive director bei der Beschlußfassung des Board anwesend war oder gar mitabgestimmt hat⁹². Selbst ein ordnungsgemäß zustandegemener Vergütungsplan kann aber - in Ausnahmefällen - anfechtbar sein, wenn er exzessive Vergütungen vorsieht⁹³.

b) Die Regeln der einzelstaatlichen Gesellschaftsgesetze und des common law werden ergänzt durch Vorschriften des Kapitalmarktrechts. Die Wertpapieraufsichtsbehörde (SEC) sah sich 1992 gezwungen, ihre Publizitätsvorschriften betreffend die Vorstandsvergütungen einer umfassenden Revision zu unterwerfen. Seither gilt - in Grundzügen - folgendes⁹⁴: Die neuen SEC-Regeln fordern, daß in den proxy-statements der Verwaltung an die Aktionäre einer Gesellschaft mit öffentlich gehandelten Anteilen entweder der Vergütungsausschuß des Board oder der Board selbst detaillierte Angaben über die Vergütung des Managements zu machen

hat. Zunächst müssen die Gehälter der Vorstandsvorsitzenden (CEO) und der nächsten vier höchstbezahlten Manager unter Namensnennung in ihrer jeweiligen Höhe und unter Aufschlüsselung der jeweiligen Vergütungsart (Fixum, Boni, Aktienoptionen usw.) detailliert angegeben werden. Kernstück des Berichts hierüber ist die "Summary Compensation Table": Dort sind in einer Tabelle sämtliche Bestandteile der Vergütung der 5 Topmanager in den letzten 3 Jahren übersichtlich zusammenzufassen. Ergänzt wird diese Aufstellung durch weitere Tabellen, u. a. auch zu den Aktienoptionen. Hinsichtlich der Aktienoptionen sind nicht nur die Anzahl der Aktien, der Basispreis und die sonstigen Optionsbedingungen mitzuteilen. Sondern es ist nunmehr auch der Wert der Optionen zu errechnen und anzugeben⁹⁵. Um eine Manipulation durch späteres "repricing" auszuschalten, sind diese als neu gewährte Optionen in dem Jahr aufzuführen, in dem das "repricing" erfolgt ist⁹⁶.

Von großer Bedeutung ist sodann die Verpflichtung, mittels einer graphischen Darstellung den Aktionären einen übersichtlichen Überblick über die Performance (bezogen auf die Aktienrendite) des in Frage stehenden Unternehmens im Vergleich zu seinen Wettbewerbern und zum Markt zu geben ("performance graph")⁹⁷. Dies soll die Beteiligten dazu anhalten, die Vergütungen einschließlich der Aktienoptionen an der relativen Performance des Unternehmens zu orientieren⁹⁸ und exzessive, im Branchen- und Marktvergleich nicht gerechtfertigte Vergütungen zu beschneiden.

Im Anschluß hieran hat das Vergütungskomitee die von ihm gewählte und in ihren Ergebnissen dargestellte Vergütungspolitik zu erläutern und die Gründe für die Höhe der Vergütung und die gewählten Vergütungsformen mitzuteilen. Und schließlich ist nach den neuen Publizitätsvorschriften der SEC im proxy-statement auch über personelle Verflechtungen zwischen dem Vergütungskomitee und dem Management einer Gesellschaft mit anderen Gesellschaften zu berichten, um so wechselseitiges "back-scratching" auszuschalten.

Ergänzt werden diese Offenlegungsvorschriften der SEC durch weitere kapitalmarktrechtliche Bestimmungen. So müssen die Aktien aus einem Aktienoptionsplan durch Einreichen eines entsprechenden Prospekts bei der SEC registriert werden⁹⁹, und die Manager haben bei der Ausübung ihrer Optionen selbstverständlich die Vorschriften zum Insider-Handel zu beachten¹⁰⁰.

c) Nach den Rechnungslegungsvorschriften des Financial Accounting Standards Board (FASB) sind Aktienoptionen bis zu ihrer Ausübung nicht als Personalaufwand für die betreffenden Manager auszuweisen. 1992 hatte der FASB hier eine Änderung vorgeschlagen, die eine Bewertung der Optionen und ihren Abzug vom Jahresüberschuß vorsah. Wegen des erbitterten Widerstands hiergegen ließ der FASB diesen Vorschlag fallen und änderte seine Rechnungslegungsvorschriften 1995 dahin, daß nunmehr in einer Fußnote Angaben zum Wert der Optionen im Zeitpunkt ihrer Einräumung und ihre Auswirkungen auf den Jahresüberschuß und den Gewinn pro Aktie zu machen sind¹⁰¹.

2. Großbritannien

a) In Europa hat sich bei der Vergütung des Topmanagement sehr früh und weitgehend Großbritannien den amerikanischen Gepflogenheiten angenähert, nicht zuletzt wegen des relativ hohen und unkomplizierten wechselseitigen Austauschs von Führungspersonal in den Unternehmen und dem damit verbundenen Wettbewerb um solche Führungskräfte. Wie in den USA hat auch in Großbritannien ursprünglich die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Löhnen und Gehältern einerseits und Anteilswertzuwächsen (capital gains) andererseits die Ausgabe und Gestaltung von Aktienoptionen an Manager entscheidend geprägt¹⁰². Die damit verbundenen, zum Teil exorbitanten Vergütungszuwächse, die nicht selten mit Kostensenkungsprogrammen, Entlassungen und Lohnkürzungen in den betreffenden Unternehmen einhergingen und so die Verdienstschere zwischen Topmanagement und den übrigen Beschäftigten immer weiter öffneten, zogen harsche öffentliche Kritik auf sich. Sie wurde weiter angefacht durch erhebliche "windfall profits", die von Direktoren ehemals staatlicher Betriebe der Daseinsvorsorge im Zuge der Privatisierung eingestrichen wurden. Diese öffentliche Diskussion über die Vergütungen der "fat cats"¹⁰³ führte schließlich auf Initiative der CBI (Confederation of British Industry) zur Einsetzung einer Studienkommission ("Greenbury Committee"), die im Juli 1995 ihre Empfehlungen in einem Abschlußbericht vorlegte¹⁰⁴. Wegen der faktischen Bedeutung dieser Empfehlungen¹⁰⁵ wie der bereits 1992 formulierten Richtlinien der Cadbury-Kommission¹⁰⁶ sind diese Vorgaben neben den gesetzlichen Bestimmungen der Companies Acts 1985 und 1989 in die Betrachtung einzubeziehen. Daneben sind die von den verschiedenen Vereinigungen institutioneller Investoren aufgestellten und beachteten Grundsätze zum Thema zu berücksichtigen¹⁰⁷. Der folgende Bericht muß sich insoweit auf eine grobe Skizze beschränken.

b) Bereits das Cadbury Committee hatte empfohlen, daß der Board einen Vergütungsausschuß einrichten und ausschließlich oder überwiegend mit non-executive directors besetzen sollte. Executive directors sollten bei der Festsetzung ihrer Vergütung nicht mitwirken¹⁰⁸. Das Greenbury Committee wiederholt diese Empfehlung und legt in seinem "Code of Best Practice" fest, daß der Vorsitzende des Vergütungsausschusses in der jährlichen Hauptversammlung den Aktionären zu den Vergütungen der Direktoren Rede und Antwort stehen soll¹⁰⁹. Alle Vergütungspläne, die mit der Ausgabe neuer Aktien verbunden sind, bedürfen ohnedies nach dem Companies Act der Billigung durch die Hauptversammlung.

Bei der Festsetzung von Performance-orientierten Vergütungen soll der Vergütungsausschuß nach den Empfehlungen der Greenbury Commission nicht ausschließlich an die Aktienkursentwicklung, sondern an die Aktienrendite oder ein anderes Performancemaß anknüpfen¹¹⁰. Außerdem sollten Kriterien gewählt werden, die einen Vergleich mit der Performance von Wettbewerbern ("Benchmarking") ermöglichen¹¹¹. Aktienoptionen sollten üblicherweise nicht in einem großen Block, sondern zeitlich gestaffelt nacheinander eingeräumt werden¹¹². Sie sollten nicht unter dem aktuellen Börsenkurs ausgegeben werden und nicht unter einer Haltefrist von 3 Jahren ausgeübt werden können¹¹³. Aktien, die durch Ausübung einer Option erworben wurden, sollten gleichfalls tunlichst gehalten und nicht sofort veräußert werden¹¹⁴.

Diese Empfehlungen werden ergänzt durch eine Reihe von Offenlegungsvorschriften.

Nach dem Companies Act von 1985 müssen in einem Anhang zum Jahresabschluß mitgeteilt werden: die Gesamtvergütung aller Direktoren für das betreffende Jahr; die Vergütung des Chairman bzw. des am höchsten bezahlten Direktors; ferner - ohne Namensangabe - die Anzahl derjenigen Direktoren, die weniger als £5000,-, zwischen £5000,- und £10.000,- usw. (jeweils in £5000,-Schritten) verdienen¹¹⁵. Zusätzlich hatte die Cadbury Commission empfohlen, daß die Vergütung für den Chairman bzw. den am höchsten bezahlten Direktor aufgegliedert werden sollte in das Fixum und die Performance-orientierten Anteile. Ferner sollten die Kriterien für die Einräumung der Performance-orientierten Vergütung mitgeteilt werden¹¹⁶.

Die Greenbury Commission geht in ihren Empfehlungen weit über diese Offenlegungsvorschriften hinaus. Sie fordert einen jährlichen Bericht des Vergütungskomitees an die Aktionäre, als Teil oder Anhang des Jahresabschlusses. Dieser Bericht soll die Vergütungspolitik der Gesellschaft für ihre Direktoren darstellen, Vergleiche mit Wettbewerbern ziehen, die Performancekriterien und -messung erläutern und eine Erklärung darüber enthalten, wieweit sich das

Vergütungskomitee an den "Code of Best Practice" gehalten hat. Speziell für Aktienoptionen sind spezifizierte Angaben für jeden einzelnen Optionsempfänger zu machen. Anders als nach US-amerikanischem Recht (FASB-Rule 123) wird hier allerdings auf eine Angabe zum Wert der Option selbst noch verzichtet¹¹⁷.

c) Die öffentliche Kritik an den herkömmlich strukturierten Aktienoptionsplänen und die Empfehlungen der Greenbury Commission haben dazu geführt, daß inzwischen in einer Vielzahl von Unternehmen diese Aktienoptionspläne ersetzt oder zumindest für die Zukunft ergänzt wurden durch andere Langfristvergütungspläne (long-term incentive plans; L-Tips)¹¹⁸.

Hier lassen sich zwei verschiedene Grundformen unterscheiden: Performance based plans und equity partnership plans. Im ersten Fall erhält der Teilnehmer entweder eine Bezahlung oder Aktien oder auch eine Anzahl fiktiver Aktien (mit entsprechenden Auszahlungen), wenn bestimmte vorher festgelegte Performance-Ziele erreicht sind. Bei den equity partnership plans hat der Manager eigene Mittel, häufig einen Teil seines jährlichen Bonus, aufzuwenden, um Aktien zu erwerben. Nach Ablauf einer bestimmten Zeit und dem Erreichen von Performance-Zielen wird der Anteil durch unentgeltliche Zusatzaktien aufgebessert. Beide Grundformen kommen in zahlreichen Varianten vor und können auch miteinander kombiniert werden.

VI. Gestaltungsfragen im deutschen Recht

In Deutschland ist mit dem Bekanntwerden der Aktienoptionspläne bei der Deutschen Bank und bei Daimler-Benz zunächst einmal eine Grundsatzdebatte ausgebrochen, die in ihrer Ausrichtung so jedenfalls in den USA nicht geführt wird. Geht es dort eher um Kritik von exzessiven Vergütungen und Mißbrauchsmöglichkeiten, so wird in der deutschen Debatte der Gegensatz von Kapital und Arbeit und die Aufkündigung des sozialen Konsenses thematisiert¹¹⁹. Eine Ausrichtung der Vorstandsvergütung an der Aktienkurssteigerung oder der Aktienrendite führe zu einer ausschließlichen Orientierung an den Kapitaleignerinteressen, belohne das Management für Lohnkostendruck und Entlassungen und führe zur weiteren Öffnung der Vergütungsschere zwischen Topmanagement und abhängig Beschäftigten. Dieser gesellschaftspolitischen Diskussion ist an dieser Stelle ebensowenig nachzugehen wie ihren ökonomischen Implikationen, nämlich dem Zusammenhang von einzelwirtschaftlicher Rentabilität und gesamtgesellschaftlicher Wohlfahrt in einer Wettbewerbsordnung. Aus juristischer Perspektive stellt sich le-

diglich die Frage, ob Performance-orientierte Vergütungen für den Vorstand, insbesondere die Ausrichtung an Aktienkurs oder Aktienrendite, nach geltendem Recht zulässig sind (dazu unter 1.). Die dem folgenden Ausführungen befassen sich dann mit der Einpassung dieser neuartigen Vergütungsform in das geltende Recht und weisen an einzelnen Stellen Modernisierungsbedarf nach. Die steuerliche Behandlung von Aktienoptionen für Vorstände wird hier ausgeblendet¹²⁰.

1. Zulässigkeit der Anknüpfung an Aktienkurs und Aktienrendite

Das Aktiengesetz äußert sich in § 86 Abs. 1 zu ergebnisabhängigen Vergütungen. Nach § 86 Abs. 1 AktG "kann den Vorstandsmitgliedern für ihre Tätigkeit eine Beteiligung am Gewinn gewährt werden. Sie soll in der Regel in einem Anteil am Jahresgewinn der Gesellschaft bestehen". Es besteht Einigkeit darüber, daß diese Vorschrift andere ergebnisabhängige Vergütungen nicht ausschließt¹²¹. Nach der Ansicht Ritters (zu der Vorgängervorschrift des AktG 1937) soll die Norm zunächst einmal grundsätzlich klarstellen, daß eine gewinnabhängige Tantieme keinen unzulässigen Eingriff in das Gewinnbezugsrecht der Aktionäre darstelle¹²². Ein Eingriff in das Gewinnbezugsrecht der Aktionäre ist mit der Ausgabe von Aktienoptionen oder Aktien nicht verbunden. Sie kann freilich zu einem anderen Eingriff in die Rechtsposition der Aktionäre führen, nämlich wenn junge Aktien mit einem erheblichen Abschlag vom aktuellen Kurs unter Ausschluß des Bezugsrechts ausgegeben werden, um die Optionsverpflichtung zu erfüllen. Darauf ist an anderer Stelle einzugehen¹²³.

Die heutige Literatur faßt § 86 Abs. 1 AktG häufig, im Anschluß an die Amtliche Begründung¹²⁴, in einem anderen, weiteren Sinne auf: Der Gesetzgeber wolle mit dieser Vorschrift unterstreichen, daß eine erfolgsabhängige Vergütung der Gesamtverantwortung des Vorstands gerecht zu werden habe¹²⁵. Auch unter diesem Aspekt ist gegen die Gewährung von Optionen auf Aktien mit der Bedingung, daß ein bestimmtes Kursziel oder eine bestimmte Aktienrendite erreicht sein muß, nichts zu erinnern.

Die eingangs angedeutete Debatte sieht denn auch den Konflikt gerade nicht im Verhältnis zwischen Management und Aktionären, sondern im Verhältnis zwischen Vorstand und Belegschaft. Das Aktiengesetz 1937 enthielt diesbezüglich noch - in der Vorgängervorschrift zu § 86 AktG - folgende Bestimmung: "Gewinnbeteiligungen sollen in einem angemessenen Verhältnis stehen zu den Aufwendungen zugunsten der Gefolgschaft oder von Einrichtungen, die dem Gemeinwohl dienen (Hervorhebung d. Verf.). Hierfür zu sorgen, ist Aufgabe des Aufsichtsrats.

Die Einhaltung dieses Gebots kann die Staatsanwaltschaft erzwingen . . .". Die Vorschrift ist in das Aktiengesetz nicht übernommen worden. Daraus ist jedoch nach der Amtlichen Begründung "nicht zu schließen, daß dem Vorstand . . . Gewinnbeteiligungen in beliebiger Höhe gezahlt werden dürfen. Sie müssen vielmehr, wie sich aus § 87 Abs. 1 ergibt, mit der Lage der Gesellschaft und den Aufgaben des Vorstandsmitglieds in Einklang stehen"¹²⁶. Zu den "Aufgaben des Vorstandsmitglieds" im Sinne des § 87 Abs. 1 AktG, die der Aufsichtsrat bei der Festsetzung der Vergütung in Betracht zu ziehen hat, gehören demnach auch die Pflichten eines Vorstands, für das Wohl der Belegschaft des Unternehmens zu sorgen¹²⁷. Im Rahmen des § 87 Abs. 1 AktG geht es dabei freilich primär um den Schutz der Aktionäre wie der Arbeitnehmer und anderer Gläubiger vor sachlich ungerechtfertigten, überhöhten Vergütungen¹²⁸. Dagegen läßt sich dieser Vorschrift keinesfalls entnehmen, daß die Belohnung für Aktienkurs- oder Aktienrenditesteigerungen für Vorstände grundsätzlich nicht in einem "angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben eines Vorstandsmitglieds" stünden, weil infolgedessen nicht mehr in ausreichendem Umfang für die Wahrung der Arbeitnehmerinteressen des Unternehmens oder Konzerns gesorgt sei. Der durch Aktienoptionen vermittelte Anreiz wirkt nicht gezielt oder gar ausschließlich in Richtung auf Lohnkostensenkung oder Arbeitsplatzbeseitigung. Sondern er zielt auf die Steigerung des Unternehmenswerts, so wie er sich in der Marktbewertung widerspiegelt. Langfristig kommt die damit angestrebte höhere Profitabilität auch den Arbeitnehmern zugute. Diese Überlegung wird auch erkennbar vom Aktiengesetz selbst geteilt, wenn es vorsieht, daß den Vorstandsmitgliedern eine Gewinnbeteiligung und damit ein Anreiz zur Steigerung des - im übrigen gleichfalls den Aktionären zukommenden - Gewinns gegeben werden kann (§ 86 Abs. 1 AktG). In den Grenzen des § 87 Abs. 1 AktG darf deshalb der Aufsichtsrat bereits nach geltendem deutschen Recht erfolgsabhängige Vergütungen einräumen, deren Erhalt z. B. von der Erzielung einer bestimmten Aktienrendite oder eines bestimmten Zielkurses abhängt.

2. Zuständigkeit für Zielformulierung und Langfrist-Vergütungspläne

Nach deutschem Aktienrecht ist der Aufsichtsrat dazu berufen, mit dem Vorstand über die Vergütung zu verhandeln und Vereinbarungen zu treffen (§§ 84 Abs. 1, 112 AktG). Wie später noch näher dargelegt werden wird, hat die Hauptversammlung bei der Einräumung von Aktienoptionen nur insoweit ein Mitspracherecht, als hierfür neue Aktien unter Ausschluß des Be-

zugsrechts geschaffen werden müssen¹²⁹. Es ist aber zu sehen, daß die Einräumung von Aktienoptionen und ihre Verknüpfung mit bestimmten Zielsetzungen wie Aktienkurs- oder Aktienrenditesteigerung die Aktionäre nicht nur und nicht einmal primär durch den damit verbundenen Verwässerungseffekt betrifft. Die (teilweise) Ersetzung oder Ergänzung von Festgehalt und jährlicher Tantieme durch ein längerfristiges Programm, das den Vorstand nunmehr ausdrücklich und durch Einsatz u. U. erheblicher Mittel zur Maximierung des Marktwertes des Unternehmens anhält, stellt eine Grundlagenentscheidung dar, die die Zielsetzung des Unternehmens und die Zielvorgabe für die Unternehmensleitung betrifft¹³⁰. Der Greenbury-Report empfiehlt deshalb, solche längerfristigen Performance-orientierten Vergütungspläne der Zustimmung der Aktionärsversammlung zu unterwerfen¹³¹. Nach geltendem deutschem Recht kann eine konkrete Vergütungsvereinbarung nicht der Zustimmung der Hauptversammlung unterstellt werden. Zulässig wäre dagegen, über die grundsätzliche Struktur und Ausrichtung längerfristiger Anreiz- und Vergütungspläne eine Aussage in der Satzung zu treffen¹³².

3. Pflichten des Aufsichtsrats

Aus noch zu erläuternden Gründen¹³³ werden derzeit Aktienoptionen an Vorstände nicht als "nackte" Optionen, sondern verknüpft mit einer Anleihe (Wandelanleihe; Optionsanleihe) oder einem Darlehen (Wandeldarlehen) vergeben. Diese besondere Einkleidung der Optionen nach deutschem Recht ist im folgenden aus Gründen der Darstellung zunächst beiseite zu lassen. Vielmehr sollen die Pflichten des Aufsichtsrats in Bezug auf die mit dem einzelnen Vorstandsmitglied zu treffende Optionsrechtsvereinbarung vorab und gesondert behandelt werden.

a) Oben ist bereits betont worden, daß für die Vergabe von Optionen an bereits bestellte oder zu bestellende Vorstandsmitglieder als Bestandteil ihrer Vergütung ausschließlich der Aufsichtsrat zuständig ist (§§ 84 Abs. 1 S. 5, 112 AktG)¹³⁴. Weder die Satzung noch gar die Hauptversammlung (im Beschluß über die Schaffung der Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen) kann die Mitwirkung des Vorstands bei der Entscheidung des Aufsichtsrats über den Inhalt der Optionsrechte vorsehen¹³⁵. Der Umstand, daß nach § 221 Abs. 2 AktG "der Vorstand" zur Ausgabe von Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen ermächtigt werden kann, besagt nicht, daß er den Inhalt der für ihn selbst bestimmten Optionsrechte festlegen oder hierbei auch nur für die Gesellschaft mitentscheiden dürfte. Es empfiehlt sich aus diesem Grund

auch, die Vergabe von Optionen an Vorstandsmitglieder und an leitende Angestellte unterhalb der Vorstandsebene deutlich voneinander zu trennen.

Mit den Einzelheiten der Vergütung wird sich - im Rahmen der ihm erteilten Ermächtigung - regelmäßig das Aufsichtsratspräsidium oder der Personalausschuß befassen¹³⁶, der sich gerade bei den komplexen Fragen eines Aktienoptionsplans und der Alternativen hierfür zweckmäßigerweise professionellen Sachverstands bedienen wird.¹³⁷

b) Die inhaltlichen Vorgaben für den Aufsichtsrat bei der Festsetzung von Vorstandsvergütungen ergeben sich zunächst aus § 87 Abs. 1 AktG. Danach hat der Vorstand bei der Festsetzung der Gesamtbezüge der einzelnen Vorstandsmitglieder dafür zu sorgen, daß diese Gesamtbezüge in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen. Die Vorschrift dient dem Schutz der Aktionäre sowie der Arbeitnehmer und sonstigen Gläubiger der Aktiengesellschaft vor übermäßigen Bezügen¹³⁸. Sie gewinnt gerade bei der Vergabe von Aktienoptionen in verschiedener Hinsicht Bedeutung.

Im allgemeinen wird die Vergütungshöhe für Mitglieder der Vorstandsebene einschließlich Fixum, Tantieme, Pensionszusage usw. auf dem verhältnismäßig transparenten Markt für solche Führungsdienstleistungen festgelegt¹³⁹. Die einzelne Gesellschaft wird sich, wenn sie qualifiziertes Führungspersonal mit beruflichen Alternativen einwerben und an sich binden will, diesem Wettbewerb nur in engen Grenzen entziehen können. Primäre Vergleichsbasis für die Festsetzung der Höhe der Bezüge einschließlich Aktienoptionen ist daher die Höhe der in vergleichbaren Gesellschaften gezahlten Vorstandsvergütungen¹⁴⁰. Dies stellt im vorliegenden Zusammenhang zumindest zwei Anforderungen an den Aufsichtsrat, der seiner Verpflichtung gemäß § 87 Abs. 1 AktG gerecht werden will:

- Er muß sich zunächst konkrete Angaben darüber verschaffen, welchen gegenwärtigen Wert die Optionszusage besitzt, und zu welchem Vermögenszuwachs die Option im Falle ihrer Ausübung bei dem berechtigten Vorstandsmitglied führen kann¹⁴¹. Dabei kann Bewertungsproblemen u. a. dadurch begegnet werden, daß ein fester Höchstbetrag für die Gesamtvergütung pro Jahr (Fixum, Tantieme, Gewinne aus ausgeübten Optionsrechten) im Anstellungsvertrag festgelegt wird.¹⁴² Das Vorstandsmitglied hätte dann u. U. einen höheren als den ursprünglich vereinbarten Basispreis einzuzahlen.

- Der Aufsichtsrat muß sich sodann vergewissern, ob seine Gesellschaft damit im Marktvergleich eine unangemessen hohe Vergütung zahlt. Bei diesem Marktvergleich sind dann gemäß

§ 87 Abs. 1 AktG die Aufgaben des Vorstandsmitglieds und die Lage der Gesellschaft zu berücksichtigen. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht wird nicht selten kritisiert, daß bei Beurteilung der "Lage der Gesellschaft" zwecks Festsetzung der Vergütung erfolgsunabhängige Kriterien, wie z. B. Größe des Unternehmens (Anzahl der Beschäftigten; Umsatz u. a. m.), eher eine Rolle spielen als Performance-orientierte Kriterien, wie etwa die Eigenkapital- oder die Aktienrendite¹⁴³. Der Aufsichtsrat wird auch diesen Gesichtspunkt beachten müssen. Die Sanktion einer Verletzung der Grundsätze des § 87 Abs. 1 AktG ist freilich nur von sehr beschränkter Wirkung: Die hiergegen verstoßende Vereinbarung ist nicht nichtig¹⁴⁴; theoretisch haftet der Aufsichtsrat auf Schadensersatz (§§ 116, 93AktG).

§ 87 Abs. 1 AktG erschöpft die Pflichten des Aufsichtsrats bei der Ausgestaltung der Vorstandsbezüge nicht. Weitere Pflichten sind aus der allgemeinen Verpflichtung zur Wahrung des Unternehmensinteresses zu entwickeln und konkretisieren¹⁴⁵. Schon aus der Zuständigkeitsverteilung (vgl. oben a)) ergibt sich, daß er eine eigene Vergütungskonzeption im Rahmen evtl. satzungsrechtlicher Vorgaben zu entwickeln hat und sich nicht schlicht den an ihn herangetragenen Plänen des Managements anschließen darf. Die Frage, ob Aktienoptionen oder andere langfristig wirkende Vergütungspläne¹⁴⁶ gewählt werden sollen, bedarf sachverständiger Prüfung unter sorgfältiger Abwägung des Für und Wider. Bei der Wahl eines Aktienoptionsplans sind die oben unter IV. geschilderten Manipulationsgefahren und Gestaltungsprobleme weitestmöglich auszuschalten. Der wohl wichtigste Punkt liegt in der Formulierung der Bedingung (target), an welche die Optionsausübung geknüpft wird. Die Bedenken gegenüber einer Anknüpfung allein an den Aktienkurs wurden bereits oben eingehend vorgetragen¹⁴⁷. Vorzuziehen ist demgegenüber eine Anknüpfung an die Aktienrendite, verbunden mit Benchmarking¹⁴⁸, oder an sonstige leicht meßbare und nicht manipulierbare Performancekriterien.

c) Hinsichtlich der Dauer von Optionsrechten sind nach deutschem Recht Besonderheiten zu beachten. Aktienoptionen sind vornehmlich als Anreiz zur Erreichung bestimmter unternehmerischer Ziele gedacht und diesem Zweck entsprechend regelmäßig nur für die tatsächliche Dauer der Ausübung der Vorstandstätigkeit vorgesehen. Die Optionsvereinbarung sollte deshalb für die verschiedenen denkbaren Fälle der Beendigung der Vorstandstätigkeit (Abberufung und Amtsniederlegung, fristlose Entlassung aus wichtigem Grund, Tod oder Ruhestand des Berechtigten, Umwandlung, Auflösung der Gesellschaft) sowie für die Beendigung der Börsennotierung eine entsprechend angepaßte Regelung treffen. Das wurde bereits oben hervorgehoben¹⁴⁹. Zudem ist § 84 Abs. 1 S. 5 AktG zu beachten. Danach kann der Vertrag über die An-

stellungsbedingungen, zu denen auch eine Optionsvereinbarung gehört, nur auf höchstens fünf Jahre geschlossen werden. Der Vertrag kann aber vorsehen, daß er für den Fall einer Verlängerung der Amtszeit bis zu deren Ablauf weitergilt.

Eine Optionsvereinbarung, die auch im Fall der Nichtwiederbestellung dem ausgeschiedenen Vorstandsmitglied das Recht belassen würde, seine Option auszuüben, könnte nur in engen Grenzen Bestand haben. Die gesetzliche Begrenzung der Vertragsdauer auf fünf Jahre schließt zwar Vereinbarungen nicht aus, nach denen einem Vorstandsmitglied geldliche oder nicht geldliche Leistungen auch für die Zeit nach Beendigung seiner aktiven Amtszeit gewährt werden. So kann vereinbart werden, daß ein Vorstandsmitglied auch nach seinem Ausscheiden noch für eine bestimmte Zeit seine Gewinnbeteiligung behält¹⁵⁰. Insbesondere kann einem Vorstandsmitglied für den Fall, daß es nicht wiederbestellt wird, zur Alterssicherung ein Ruhegehalt oder zur Überbrückung ein Übergangsgeld zugesagt werden. Solche Abreden sind durch den Zweck gerechtfertigt, dem sie dienen. Keinesfalls darf auf diesem Wege aber die Bestimmung über die Höchstdauer von Vorstandsverträgen umgangen werden. Die Entschließungsfreiheit des Aufsichtsrats über die Verlängerung der Amtszeit darf durch die Vereinbarung eines zu hohen Ruhegehalts oder Leistungen verwandter Art nicht dem Schutzzweck des § 84 Abs. 1 AktG zuwider unbillig eingeschränkt werden.¹⁵¹ Zu fragen ist daher zunächst nach dem berechtigten Interesse des nicht wiederbestellten Vorstandsmitglieds an der betreffenden Leistung auch nach Ablauf der Amtszeit und sodann nach der Einschränkung der Entscheidungsfreiheit des Aufsichtsrats hinsichtlich der Wiederbestellung. Insoweit besteht ein wesentlicher Unterschied zwischen dem Anspruch auf weitere Gewinnbeteiligung einerseits und der Ausübung von Optionsrechten andererseits. Die Gewinnbeteiligung vergütet in höherem Maße für frühere Leistungen als eine Aktienoption, deren Ausübung an das Erreichen eines bestimmten Zielkurses oder einer Aktienrenditesteigerung geknüpft ist. Im Hinblick darauf empfiehlt sich eine - in den Optionsbedingungen mitunter auch vorgesehene - Klausel, daß die Option nach Ablauf der Amtszeit nur mehr z. B. binnen 3 Monaten ausgeübt werden kann, sofern die Ausübungsvoraussetzungen (Haltefrist, target) erfüllt sind, und keine Wiederbestellung erfolgt.

4. Die Erfüllung der Optionsvereinbarung

Die Schaffung oder Beschaffung von Aktien zwecks Erfüllung der Optionszusage seitens der Gesellschaft wirft nach deutschem Recht Fragen und Schwierigkeiten auf. Auf sie ist im folgenden einzugehen.

a) Die Gesellschaft könnte zunächst daran denken, mit Gesellschaftsmitteln *auf dem Markt gehandelte Aktien* zu erwerben und damit die Optionszusage zu erfüllen. Dies würde aber nicht nur zu einem Liquiditätsabfluß in u. U. erheblicher Höhe führen, der durch den zu zahlenden Basispreis nur teilweise ausgeglichen würde. In rechtlicher Hinsicht würde dieser Erwerb gegen das Verbot des Erwerbs eigener Aktien (§ 71 AktG) verstoßen. Nach § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG darf die Gesellschaft zwar eigene Aktien erwerben, wenn die Aktien Personen, die im Arbeitsverhältnis zu der Gesellschaft stehen, zum Erwerb angeboten werden sollen. Der Aktienwerb zugunsten von Vorstandsmitgliedern wird jedoch nach einhelliger Meinung von dieser Vorschrift nicht erfaßt, weil Vorstandsmitglieder nicht im Sinne dieser Norm in einem "Arbeitsverhältnis" zur Gesellschaft stehen¹⁵².

Ein Rückgriff auf von der Gesellschaft selbst bereits gehaltene, gemäß § 71 Abs. 1 AktG aus anderen Gründen zulässig erworbene eigene Aktien scheidet in der Regel aus praktischen Gründen (vgl. die Veräußerungsfrist des § 71 c Abs. 2 AktG) aus.

b) Auch die *Einschaltung Dritter* bereitet Schwierigkeiten. Das Erwerbsverbot des § 71 AktG darf nicht durch Einschaltung eines Treuhänders oder eines Tochterunternehmens umgangen werden (§ 71 d AktG). Der Vergabe eines Kredits an das Vorstandsmitglied, mit dem dieser eine Option auf Aktien der Gesellschaft von einem Dritten erwerben würde, steht das Umgehungsverbot des § 71 a Abs. 1 AktG ebenso entgegen wie der Zahlung der Gesellschaft unmittelbar an den Dritten, um diesen zur Einräumung einer Option an das Vorstandsmitglied zu veranlassen. Die Vereinbarung, daß ein Teil des an sich dem Vorstandsmitglied zustehenden Festgehalts oder seiner Tantieme in Aktien oder Optionen auf Aktien der Gesellschaft angelegt werden muß, stellt zwar keine verbotene Kreditgewährung im Sinne des § 71 a AktG dar, darf freilich auch nicht den Umständen nach auf eine Umgehung dieser Vorschrift hinauslaufen.

c) Statt auf bereits geschaffene und gehandelte Aktien zurückzugreifen, wird der Aufsichtsrat regelmäßig dem Vorstand *Rechte auf den Bezug neuer Aktien* zusichern. Dies ist freilich dem Aufsichtsrat allein nicht möglich, sondern kann nur nach Maßgabe und unter Beachtung der Voraussetzungen der §§ 182-221 AktG geschehen, d. h. nur unter Mitwirkung der Hauptver-

sammlung. Dabei ist zunächst zu beachten, daß der Aufsichtsrat Optionsrechte vor dem Beschluß der Hauptversammlung über die Schaffung neuer Aktien hierfür nicht einräumen kann (§ 187 Abs. 2 AktG) und, um die völlige, durch § 187 Abs. 2 AktG geschützte Entscheidungsfreiheit der Hauptversammlung zu wahren, vorher auch keine entsprechenden Zusicherungen unter Zustimmungsvorbehalt abgeben sollte¹⁵³. Die Verwaltung soll nicht Größe und Zusammensetzung des Aktionärskreises steuern und die Hauptversammlung insoweit auch nicht präjudizieren dürfen. Die zeitliche Reihenfolge bei der Vergabe von Aktienoptionen an Vorstände ist also nicht etwa die, daß zunächst eine entsprechende Vereinbarung im Anstellungsvertrag getroffen werden könnte und erst später, u. U. gar erst nach Ausübung der Option, die erforderlichen neuen Aktien hierfür geschaffen würden.

d) Aus dem vorbenannten Grund scheidet die *reguläre Kapitalerhöhung gegen Einlagen* (§§ 182 ff. AktG) als gangbarer Weg, die für die Bedienung der Aktienoptionen erforderlichen jungen Aktien zu schaffen, praktisch aus. Denn einerseits kann und sollte eine Optionsvereinbarung vor dem hierzu erforderlichen Hauptversammlungsbeschluß nicht getroffen werden. Andererseits ist aber im Zeitpunkt der verbindlichen Einräumung der Option noch völlig ungewiß, ob, in welchem Umfang und zu welchen Bedingungen von ihr Gebrauch gemacht werden wird. Auch eine vorläufige Übernahme neuer Aktien durch die Gesellschaft selbst oder durch Dritte "auf Vorrat" ist nicht möglich (§ 56 AktG).

e) Ein flexibleres Gestaltungsinstrument bieten hier die Vorschriften über das *genehmigte Kapital* (§§ 202 ff. AktG). In einem Einzelfall ist in der Tat in einer Gesellschaft die Verwaltung ermächtigt worden, das Grundkapital durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen zu erhöhen, um entsprechende Aktienoptionen eines Vorstandsmitglieds zu bedienen¹⁵⁴. Das bedeutet allerdings, daß Haltefrist der Optionen und die Ausübungsfrist zusammen weniger als fünf Jahre betragen. Denn nach § 202 Abs. 1 AktG kann die Hauptversammlung den Vorstand für höchstens fünf Jahre nach Eintragung dieses Beschlusses zur Kapitalerhöhung ermächtigen. Außerdem entscheidet gemäß § 204 Abs. 1 AktG der Vorstand (mit Zustimmung des Aufsichtsrats) und nicht etwa allein der Aufsichtsrat über die Bedingungen der Aktienaussgabe, soweit die Ermächtigung durch die Hauptversammlung selbst keine Bestimmungen hierzu trifft. Da zu den "Bedingungen der Aktienaussgabe" bei Aktienoptionen sämtliche vertragliche Abreden darüber gehören, unter welchen Voraussetzungen dieses Recht zum Erwerb der Aktien entsteht, ausgeübt werden kann oder entfällt, müßten diese Bedingungen entweder in den satzungsän-

dernden Ermächtigungsbeschluß aufgenommen werden, oder aber der Vorstand (mit Zustimmung des Aufsichtsrats) hätte hierüber für die Gesellschaft zu befinden. Beides ist untunlich. Es kommt hinzu, daß u. U. jeweils einzelne Beschlüsse für im Zeitablauf aufeinanderfolgende Optionsrechtsausübungen gefaßt und im Handelsregister eingetragen werden müßten. Die Schaffung genehmigten Kapitals zur Bedienung von Aktienoptionen für Vorstände scheidet deshalb praktisch, von besonders gelagerten Ausnahmefällen abgesehen, als Gestaltungsinstrument ebenfalls aus.

f) Das klassische Mittel, junge Aktien nur in dem - einstweilen noch unbestimmten - Umfang zu schaffen, indem von einem Umtausch- oder Bezugsrecht auf solche Aktien künftig Gebrauch gemacht wird, ist die *bedingte Kapitalerhöhung* (§§ 192 ff. AktG). Allerdings "soll" eine bedingte Kapitalerhöhung nur zu den in § 192 Abs. 2 AktG erwähnten Zwecken beschlossen werden. Die Bedienung von Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder ist dort nicht als zulässiger Zweck erwähnt. Die Vergabe von Aktienoptionen muß also in eine der dort genannten Formen gekleidet werden. Hierfür kommt, wie noch auszuführen sein wird, am ehesten die Verbindung mit einer Wandelschuldverschreibung oder Optionsanleihe in Betracht.

In der neueren Literatur ist allerdings eingehend die Frage erörtert worden, ob eine Aktiengesellschaft auch "*nackte*" *Optionsrechte*, ohne Anbindung an eine Wandel- oder Optionsanleihe, ausgeben und hierfür ein bedingtes Kapital schaffen kann¹⁵⁵. Der zwangsläufige Ausschluß der Aktionäre vom Bezug der Aktien, welche durch eine bedingte Kapitalerhöhung geschaffen werden, ist in den Fällen des § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG nur dadurch zu rechtfertigen, daß ihnen gemäß § 221 Abs. 4 AktG das Bezugsrecht auf diejenigen Papiere eingeräumt wird, mit denen das Wandlungs- bzw. Bezugsrecht verknüpft ist¹⁵⁶. Das "nackte" Optionsrecht ist nun weder eine "Schuldverschreibung" im Sinne des § 221 Abs. 1 AktG noch ein "Genußrecht" im Sinne des § 221 Abs. 3 AktG¹⁵⁷. Es stellt sich also allenfalls die Frage einer analogen Anwendung des § 221 AktG¹⁵⁸. Bejahendenfalls stände den Aktionären ein gesetzliches Bezugsrecht zu (analog § 221 Abs. 4 S. 1 AktG). Auch wenn dieses Bezugsrecht im Einzelfall ausgeschlossen werden kann (§§ 221 Abs. 4 S. 2, 186 AktG), läßt diese Vorschrift doch erkennen, daß § 221 AktG nur solche Papiere und Rechte meint, auf welche den Aktionären ein Bezugsrecht überhaupt eingeräumt werden kann und grundsätzlich einzuräumen ist. Das ist aber bei Aktienoptionen, die als Vergütungsanreize für Führungskräfte des Unternehmens dienen sollen und entsprechend ausgestaltet sind, per definitionem ausgeschlossen. Ein Beschluß über den Ausschluß

des Rechts der Aktionäre auf den Bezug der Option, wie er nach § 221 Abs. 4 S. 2 i. V. mit § 186 Abs. 3 AktG zu fassen wäre, ginge ins Leere, da nach dem Inhalt der Optionen überhaupt nur Vorstandsmitglieder und evtl. sonstige Führungskräfte als Berechtigte in Betracht kommen. Hierin unterscheiden sich diese Aktienoptionen von den üblichen "naked warrants". Die Schaffung genehmigten Kapitals mit dem damit verbundenen Ausschluß des Bezugsrechts auf die jungen Aktien zu dem Zweck, Optionen zu kreieren, auf die schon ihrem Inhalt nach ebenfalls ein Bezugsrecht der Aktionäre nicht in Betracht kommt, dürfte demnach *de lege lata* ausscheiden¹⁵⁹. Jedenfalls ist dieses Gestaltungsmittel der Praxis vor einer weiteren Abklärung durch Literatur und Rechtsprechung nicht zu empfehlen.

g) Nach § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG kann eine bedingte Kapitalerhöhung beschlossen werden "zur *Gewährung von Bezugsrechten an Arbeitnehmer* der Gesellschaft zum Bezug neuer Aktien gegen Einlage von Geldforderungen, die den Arbeitnehmern aus einer ihnen von der Gesellschaft eingeräumten Gewinnbeteiligung zustehen". Der Begriff des "Arbeitnehmers" ist hier aber nicht anders zu verstehen als in § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG¹⁶⁰; d. h. Vorstandsmitglieder fallen nicht darunter¹⁶¹. Nur um eine Umgehung des § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG würde es sich handeln, wenn eine bedingte Kapitalerhöhung beschlossen würde, um ein Umtauschrecht aus einem Wandeldarlehen erfüllen zu können, das die Vorstandsmitglieder der Gesellschaft gewähren, und das von ihnen als Sacheinlage eingebracht würde. Die Auffassung, daß die in § 192 Abs. 2 AktG aufgeführten Zwecke nicht abgeschlossen sind (vgl. den Wortlaut "soll nur")¹⁶², darf jedenfalls nicht dazu führen, daß der Wortlaut der Vorschrift in sein Gegenteil verkehrt wird.

Praktisch bleibt daher im wesentlichen als Gestaltungsinstrument nur *die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen oder Optionsschuldverschreibungen* und die Schaffung bedingten Kapitals zu diesem vom Gesetzgeber ausdrücklich gebilligten Zweck (§ 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG). Dem entspricht denn auch die Vorgehensweise in den bisher bekannt gewordenen Fällen¹⁶³. Das ist im folgenden eingehender und gesondert zu erörtern.

5. Ausgabe von Wandel- und Optionsschuldverschreibungen

a) Die erste Frage, die sich in diesem Zusammenhang stellt, ist, ob tatsächlich eine Schuldverschreibung, also ein *Wertpapier*, geschaffen werden muß, um den Voraussetzungen der §§ 192

Abs. 2 Nr. 1, 221 Abs. 1 AktG zu genügen. Anders als im Regelfall der §§ 192 Abs. 2, 221 AktG soll die Wandel- oder Optionsschuldverschreibung ja nicht marktfähig sein, sondern nur das " Vehikel" bilden, das den Vorstandsmitgliedern eine unveräußerliche Option vermittelt. Im Hinblick darauf könnte man auch an die Begründung eines *Wandeldarlehens* denken, das von einem Kreditinstitut an die Gesellschaft vergeben wird zu dem ausschließlichen Zweck, Darlehensteilbeträge mit dem dazugehörigen Umtauschrecht nach Weisung der Gesellschaft auf Vorstandsmitglieder zu übertragen¹⁶⁴. In der Tat kommt es nach dem Sinn und Zweck der §§ 221, 192 Abs. 2 AktG nicht auf die Verbriefung des Gläubigerrechts an. Der Begriff der "Schuldverschreibung" ist weit auszulegen; er umfaßt auch einen Anspruch aus einem Darlehensvertrag, sofern dem Darlehensgläubiger nur ein Umtauschrecht oder Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt wird. Solche mit einem Wandlungsrecht verbundenen Ansprüche dürfen gemäß § 221 Abs. 1 AktG nur aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung begründet werden. Und die Aktionäre haben auch im Grundsatz gemäß § 186 Abs. 4 AktG ein Bezugsrecht, das nur entsprechend § 186 AktG unter den dafür bestimmten Voraussetzungen ausgeschlossen werden kann. Freilich dürfte ein solches Wandeldarlehen nur in sehr eingeschränktem Sinn eine echte Finanzierungsfunktion zu erfüllen haben. Das wird deutlich, wenn man den Darlehensbetrag zu dem mit ihm verknüpften Umtauschrecht in Beziehung setzt¹⁶⁵. Das Wandeldarlehen dient primär als Vehikel, um den formalen Anforderungen der §§ 221, 192 Abs. 2 AktG zu genügen. Gegen diese eingeschränkte Zielsetzung dürfte aber nichts einzuwenden sein, solange die Rechte der Aktionäre in dem vom Gesetz vorgezeichneten Sinne gewahrt bleiben. Der Zwang zu dieser formalen, von der Sache her nicht gebotenen Gestaltung weist freilich auf Modernisierungsbedarf hin¹⁶⁶.

b) Auf den diesjährigen Hauptversammlungen von PUMA, Daimler-Benz und Deutscher Bank wurde jeweils ein mit der Emission von Wandelschuldverschreibungen (PUMA; Daimler-Benz) bzw. einer Optionsanleihe (Deutsche Bank) verknüpftes Aktienoptionsprogramm für das Top-Management dieser Unternehmen beschlossen. Das "Top-Management" umfaßt jeweils den Vorstand und eine nicht genannte Anzahl von Führungskräften. Der Kreis der Berechtigten wird durch den Vorstand und, soweit Mitglieder des Vorstands betroffen sind, durch den Aufsichtsrat festgelegt¹⁶⁷. Die Vorstände werden jeweils gemäß § 221 Abs. 2 AktG ermächtigt, Wandelschuldverschreibungen bzw. Optionsschuldverschreibungen in Höhe von je nominal DM 40 Mio (PUMA: DM 1,5 Mio) mit einer Laufzeit von maximal 10 Jahren zu emittieren¹⁶⁸. Emissionskurs und Zinshöhe bleiben der Festsetzung durch den Vorstand mit Zustimmung des

Aufsichtsrats vorbehalten. In Höhe des Nominalwertes der Wandelschuldverschreibung bzw. Optionsschuldverschreibung ist der Inhaber zum Bezug von Aktien mit gleichem Nennwert berechtigt. Die Höhe der Ausübungsgewinne des Managements wird von der Festlegung des Ausübungspreises bestimmt. Der Ausübungspreis (Basispreis) entspricht im Fall der Deutschen Bank *mindestens* dem Börsenkurs an den zehn Börsentagen vor der Beschlußfassung durch den Vorstand über die Begebung der Schuldverschreibungen. Im Fall der Daimler-Benz AG wird als Wandlungspreis jeweils der Einheitskurs der Daimler-Benz-Aktie an der Frankfurter Börse am ersten Börsentag festgelegt, der einer ordentlichen Hauptversammlung des Jahres folgt, in dem von der Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen Gebrauch gemacht wird. In allen Fällen ist vorgesehen, daß das Wandlungsrecht (Optionsrecht) erst dann ausgeübt werden kann, wenn der Aktienkurs eine bestimmte Steigerungsrate erreicht hat. Bei der Deutschen Bank darf das Optionsrecht nur ausgeübt werden, wenn der Aktienkurs (target) *mindestens* 10 % über dem Optionspreis liegt. Das Daimler-Benz-Programm sieht ein target von mindestens 15 % vor; der Vorstand wird ermächtigt, in künftigen Jahren in den Anleihebedingungen eine andere Prozentzahl als Bedingung für die Ausübung des Wandlungsrechts festzulegen. Die PUMA AG hat eine abweichende Gestaltung gewählt: Danach muß der Wandlungspreis für eine Aktie mindestens 20 % über dem durchschnittlichen Börsenkurs der Inhaberstammaktien gleichen Nennbetrags der Gesellschaft an den zehn Börsentagen vor der Beschlußfassung durch den Vorstand über die Begebung der Wandelschuldverschreibung erreichen.

Kommt es zur Ausübung der Option (des Wandlungsrechts), so ist in allen Fällen eine Zuzahlung in der Höhe zu leisten, um den der Ausübungspreis den Nominalwert der Schuldverschreibung übersteigt. Ferner sehen sämtliche Programme den Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre, eine Verwässerungsschutzklausel für die Schuldverschreibungsinhaber und die Schaffung eines bedingten Kapitals vor.

Die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen oder Optionsschuldverschreibungen zwecks Begründung von Aktienoptionen für Führungskräfte und die hierfür erforderliche Schaffung bedingten Kapitals wirft eine Reihe von Fragen auf, von denen im folgenden an dieser Stelle nur drei angedeutet, aber nicht erschöpfend behandelt werden können.

c) Zunächst einmal führt die Verknüpfung der Programme für Vorstandsmitglieder einerseits und für unterhalb der Vorstandsebene angesiedelte Führungskräfte andererseits zu - vermeid-

baren - rechtlichen Problemen. Der Vorstand darf nicht selbst bei der Auswahl derjenigen Vorstandsmitglieder mitwirken, die am Optionsprogramm teilnehmen (§§ 84 Abs. 1 S. 5, 112 AktG). Ferner sollte die Festlegung des Ausübungspreises der für den Vorstand selbst vorgesehenen Optionen nicht an die Beschlußfassung des Vorstands hierüber angeknüpft werden. Die Festlegung der Wandlungs- bzw. Optionsbedingungen für den Vorstand durch den Vorstand selbst - und sei es auch mit Zustimmung des Aufsichtsrats - begegnet rechtlichen Bedenken (§§ 84 Abs. 1 S. 5, 112 AktG)¹⁶⁹. Und schließlich ist nicht zu verkennen, daß der Aufsichtsrat in seiner Entscheidungsfreiheit beeinträchtigt werden könnte, wenn der Vorstand die Anzahl der zu erwerbenden Aktien und die übrigen Bedingungen des Optionsrechts (Wandlungsrechts) für das unterhalb der Vorstandsebene angesiedelte Führungspersonal vorab oder zeitgleich mit den für ihn selbst vorgesehenen Rechten festlegt¹⁷⁰.

d) Ein weiterer Fragenkreis betrifft die formellen und materiellen Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses für die Aktionäre.

Hinsichtlich der jungen Aktien aus der bedingten Kapitalerhöhung ist das Bezugsrecht der Aktionäre bereits kraft Gesetzes ausgeschlossen. Gewissermaßen als Ersatz hierfür räumt das Gesetz den Aktionären ein Bezugsrecht auf solche Schuldverschreibungen ein, die, wie Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen, mit einem Wandel- oder Bezugsrecht auf Aktien der emitierenden Gesellschaft verknüpft sind. Dieses Bezugsrecht ist in den erwähnten Programmen naturgemäß ausgeschlossen worden; die Programme enthalten den erforderlichen Vorstandsbericht hierüber (§ 221 Abs. 4 S. 2 i. V. mit § 186 Abs. 3 S. 2 AktG). Bevor auf die formellen Voraussetzungen des Bezugsrechtsausschlusses eingegangen werden kann, sind die ungeschriebenen materiellen Anforderungen an einen solchen Bezugsrechtsausschluß jedenfalls kurz zu erörtern.

Es besteht in der Literatur Einigkeit darüber, daß die in der Kali & Salz-Entscheidung des BGH¹⁷¹ für den Ausschluß des Bezugsrechts auf junge Aktien aus einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen entwickelten Grundsätze auch bei einem Ausschluß des Bezugsrechts auf Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen zu beachten sind¹⁷². Die Schaffung der Aktienoptionen für den Vorstand (und der damit notwendig verbundene Bezugsrechtsausschluß) muß zunächst im Gesellschaftsinteresse liegen. Dieses Gesellschaftsinteresse besteht hier nicht allein in dem Interesse an der Gewinnung und Beteiligung qualifizierter Führungskräfte - dies mag auch ohne die Vergabe von Aktienoptionen gelingen¹⁷³ -, sondern konkreter darin, daß mit Hilfe der Akti-

enoptionen versucht werden soll, den Führungskräften einen deutlichen Anreiz zur Unternehmenswertsteigerung zu geben und zugleich ihren Beitrag hierzu besser ermessen und bewerten zu können¹⁷⁴. Wegen des Ermessensspielraums der Hauptversammlung¹⁷⁵ wird es ihr überlassen bleiben müssen zu entscheiden, ob die Ausübung der Aktienoptionen an das Ziel der Kursmaximierung oder der Steigerung der Aktienrendite geknüpft wird¹⁷⁶. Sodann ist zu prüfen, ob die getroffene Wahl geeignet ist, den angestrebten Erfolg zu erreichen¹⁷⁷. Hier werden unter anderem bei der Anknüpfung des target ausschließlich an eine Kurssteigerung oder Renditesteigerung der Aktien der betreffenden Gesellschaft auch die Gründe dafür dargelegt werden müssen, weshalb auf die Vorteile von Benchmarking verzichtet wurde, das häufig eine sehr viel genauere Messung und zutreffendere Bewertung der Managementleistung ermöglicht¹⁷⁸.

Der Bezugsrechtsausschluß setzt des weiteren voraus, daß - unter dem Gesichtspunkt des Eingriffs in die Position der Aktionäre - keine schonenderen Mittel zur Verfügung standen¹⁷⁹. Die Ausgabe von "Phantom Stocks" oder "Phantom Options" etwa führt zwar nicht zu einer Verwässerung des Altaktienbesitzes, belastet dafür aber den Bilanzgewinn, gereicht also den Aktionären gleichfalls zum Nachteil, da die Steigerung der Aktienrendite oder des Aktienkurses dem Vorstand in bar zu vergüten ist. Ähnlich liegt es bei der traditionellen Vergütung durch Gewinnbeteiligungen.

Schließlich müssen die Vor- und Nachteile in einem angemessenen Verhältnis stehen derart, daß die Vorteile für die Gesamtheit die Nachteile für alle oder einzelne Aktionäre überwiegen¹⁸⁰. Die Nachteile für die Aktionäre bestehen bei der Ausgabe von Aktienoptionen an Führungskräfte mit Bezugsrechtsausschluß¹⁸¹ regelmäßig in einem Verwässerungseffekt, seltener in einem Verlust an Stimmkraft¹⁸². Die Schwierigkeit bei der Berechnung des Verwässerungseffekts ergibt sich bei Aktienoptionen daraus, daß im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses der Kurszuwachs und der damit verbundene Optionsgewinn für den Bezugsberechtigten noch nicht feststehen¹⁸³. Wohl aber läßt sich die mindestens eintretende Verwässerung berechnen, nämlich wenn man die mindestens zu erreichende Kurssteigerungsrate (das target) zugrundelegt.

Der so ermittelte Verwässerungseffekt muß von den Vorteilen aus der Vergabe der Aktienoptionen mit Bezugsrechtsausschluß aufgewogen werden. Hierfür muß dargetan werden, daß sich solche besonderen Vorteile gerade aus der Vergabe der Aktienoptionen voraussichtlich ergeben werden, sich ohne sie also nicht oder nicht mit gleicher Wahrscheinlichkeit oder nur in geringerem Umfang einstellen würden. Daher ist hier zu prüfen, ob die Aktienkurs- oder -rendite-

steigerung, die mit der Vergabe der Optionen an die Führungskräfte angestrebt wird, sich nicht voraussichtlich auch ohne den besonderen Anreiz durch eine Aktienoptionsvergabe ergeben würde. Eine Überlassung von jungen Aktien zum Basiskurs, d. h. regelmäßig ganz erheblich unter dem aktuellen Kurs, wird unter diesem Gesichtspunkt in aller Regel nur dann gerechtfertigt sein, wenn das Management eine über dem Branchen- oder Marktdurchschnitt liegende Steigerungsrate zu erreichen hat, bevor er die jungen Aktien erhält. Eine nur durchschnittliche oder gar unterdurchschnittliche Performance rechtfertigt in aller Regel keine performanceabhängige Vergütung auf Kosten der Aktionäre. Je größer der mögliche Verwässerungseffekt ist, desto strengere Maßstäbe sind hier anzulegen.

Diese materiellen Voraussetzungen an einen Bezugsrechtsausschluß werden begleitet von formellen Anforderungen, insbesondere dem vom Vorstand hierüber vorzulegenden Bericht (§ 221 Abs. 4 S. 2 i. V. mit § 186 Abs. 4 S. 2 AktG). Hierin hat der Vorstand über den Grund für den Ausschluß des Bezugsrechts zu berichten. Dieser Bericht soll die Hauptversammlung zuverlässig in die Lage versetzen, die Interessen der Gesellschaft an einer Ausgabe von Wandel- bzw. Optionsschuldverschreibungen an Vorstandsmitglieder gegenüber anderen Alternativen zu bewerten, die Nachteile, insbesondere den Verwässerungseffekt, für die ausgeschlossenen Aktionäre zu erkennen und beides gegeneinander abzuwägen¹⁸⁴. Allgemein gehaltene Ausführungen zu internationalen Gepflogenheiten bei der Managementvergütung, verbunden mit der Behauptung, ein Verwässerungseffekt sei nicht ersichtlich, genügen den inhaltlichen Anforderungen an den Vorstandsbericht zweifellos nicht. Neben dem Ausgabebetrag für die Wandel- bzw. Optionsschuldverschreibungen sind vielmehr auch die Umtausch- bzw. die Bezugsbedingungen für die Aktien zu erläutern¹⁸⁵. Dies bedeutet u. a., daß die Anzahl der vom Optionsrecht umfaßten Aktien, das Verfahren, wie der Basiskurs (Wandlungspreis) festgelegt wird, und das target (Zielkurs oder Zielrendite), von dessen Erreichen die Ausübung des Umtausch- bzw. Bezugsrechts abhängt, mitgeteilt werden. Sollen Optionen in mehreren zeitlich aufeinander folgenden Tranchen ausgegeben und das target jeweils nur durch den Aufsichtsrat festgesetzt werden, dann müssen das zunächst zu erreichende Ziel und die Grundsätze, nach denen später verfahren werden soll, dargelegt werden. Der für die Aktionäre mit der Ausgabe der Aktien verbundene Verwässerungseffekt muß so konkret wie möglich deutlich gemacht werden, und im Fall des Verzichts auf Benchmarking müssen die Gründe hierfür mitgeteilt werden, weil anders eine informierte Entscheidung der Hauptversammlung über die Vor- und Nachteile des vorgeschlagenen Bezugsrechtsausschlusses nicht möglich ist. Modellrechnungen

und Performance-Vergleiche, wie sie das US-amerikanische Kapitalmarktrecht für das Proxy Statement fordert¹⁸⁶, hat die Verwaltung nach geltendem deutschen Recht freilich nicht vorzulegen. Aus rechtsvergleichender Perspektive gleichfalls unbefriedigend erscheint, daß der Vorstand und nicht etwa der Aufsichtsrat den Bericht vorzulegen und in der Hauptversammlung zu erläutern hat.

e) Eine weitere Anmerkung sei den Angaben nach § 193 Abs. 2 AktG gewidmet. Der Vorstandsbericht gemäß § 221 Abs. 4 S. 2 i. V. mit § 186 Abs. 4 S. 2 AktG bezieht sich unmittelbar nur auf die Wandel- bzw. die Optionsschuldverschreibungen, hinsichtlich deren das Aktionärsbezugsrecht ausgeschlossen wird. Hinsichtlich der jungen Aktien aus der bedingten Kapitalerhöhung ist das Bezugsrecht der Aktionäre kraft Gesetzes ausgeschlossen. Dementsprechend hat der Vorstand auch keinen schriftlichen Bericht über den Bezugsrechtsausschluß und die Gründe hierfür vorzulegen, wie dies in § 186 Abs. 4 AktG für die ordentliche Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluß vorgesehen ist. Allerdings sind im Hauptversammlungsbeschluß über die bedingte Kapitalerhöhung gemäß § 193 Abs. 2 AktG festzustellen: Der Zweck der bedingten Kapitalerhöhung; der Kreis der Bezugsberechtigten; der Ausgabebetrag oder die Grundlagen, nach denen dieser Betrag errechnet wird. Es empfiehlt sich, diese Angaben gleichfalls in den nach § 221 Abs. 4 S. 2 i. V. mit § 186 Abs. 4 S. 2 AktG vorzulegenden Bericht (der sich mit dem Ausschluß des Bezugsrechts auf die Wandel- bzw. Optionsschuldverschreibungen befaßt), aufzunehmen.

Was den Inhalt der Angaben gemäß § 193 Abs. 2 AktG betrifft, so verdient folgendes festgehalten zu werden: Es ist der Kreis der Bezugsberechtigten festzustellen; sie müssen aber nicht namentlich genannt werden. Im Fall des § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG genügt die Bezeichnung der Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen, deren Inhabern das Umtausch- oder Bezugsrecht zusteht. Die Vorschrift soll vornehmlich der registerrichterlichen Kontrolle dienen, ob die Zwecke des § 192 Abs. 2 AktG beachtet sind¹⁸⁷. Aus dieser Vorschrift läßt sich deshalb nicht die Verpflichtung des Vorstands oder Aufsichtsrats gegenüber den Aktionären ableiten, genau aufzuschlüsseln, wieviel Aktien aus der bedingten Kapitalerhöhung einzelnen Vorstandsmitgliedern, und wieviele den übrigen Mitgliedern der Führungsebene zugeteilt werden sollen.

Ferner sind gemäß § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG der Ausgabebetrag oder die Grundlagen anzugeben, nach denen dieser Betrag errechnet wird. Der Ausgabebetrag für die jungen Aktien ent-

spricht dem Ausübungs- oder Basispreis. Auch bei den sofort einzuräumenden Optionen wird er erst nach der Hauptversammlung festgesetzt, und zwar wird z. B. der Aktienkurs am Tag der Beschlußfassung durch den Aufsichtsrat oder ein Durchschnittsaktienkurs gewählt. Das Abstellen auf den Börsenkurs zu einem bestimmten Tag genügt den Anforderungen des § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG¹⁸⁸. Es können daher im Vorstandsbericht bzw. im Hauptversammlungsbeschluß nur die Grundlagen, nach denen dieser Betrag errechnet wird, angegeben werden. Bei der Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen wird dabei z. B. festgelegt werden können, daß der Nennbetrag der neuen Aktien dem Nennbetrag der einzelnen Wandelschuldverschreibungen entspricht, und daß als Wandlungspreis zum Erwerb einer Aktie jeweils der Einheitskurs der betreffenden Aktien am ersten Börsentag festgelegt wird, der einer ordentlichen Hauptversammlung des Jahres folgt, in dem von der Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen Gebrauch gemacht wird.¹⁸⁹ Bei Optionsschuldverschreibungen ist nach h. M. das Bezugsverhältnis anzugeben¹⁹⁰ - z. B. eine Optionsschuldverschreibung im Nennwert von DM 100,- berechtigt zum Bezug einer Aktie zu nominell DM 50,- -; ferner die Festsetzung der Grundlagen, nach denen sich der Basispreis berechnet. Der Zielkurs (das target), von dessen Erreichen die Ausübung der Aktienoption abhängt, gehört dagegen nicht zu den in den Hauptversammlungsbeschluß gemäß § 193 Abs. 2 AktG aufzunehmenden Angaben.

6. Jahresabschluß und kapitalmarktrechtliche Fragen

a) Üblicherweise ist der Betrag, der bei der Ausgabe von Schuldverschreibungen für Wandlungsrechte und Optionsrechte zum Erwerb von Anteilen erzielt wird, in der Bilanz als Kapitalrücklage auszuweisen (§ 272 Abs. 2 Nr. 2 HGB). Dieser Betrag kann u. a. auch in einer niedrigeren als marktüblichen Verzinsung des Anleihekaptals bestehen¹⁹¹. Üblicherweise wird bei Aktienoptionen als Vergütungselement für Führungskräfte von diesen ein zusätzlicher Geldbetrag nicht gezahlt bzw. auf eine marktübliche Verzinsung des Anleihebetrages nicht verzichtet. Der Verzicht auf ein sonst - anstelle der Aktienoption - vielleicht vereinbartes höheres Festgehalt für die zukünftigen Leistungen kann nicht als im Ausgabezeitpunkt bereits "erzielter" Betrag in die Kapitalrücklage eingestellt werden.

Mittelgroße und große Kapitalgesellschaften (§ 288 HGB i. V. mit § 267 Abs. 2 und 3 HGB) haben im Anhang zum Jahresabschluß die dem Vorstand für die Tätigkeit im Geschäftsjahr gewährten Gesamtbezüge anzugeben (§ 285 Nr. 9. a) HGB). Der Zweck dieser Publikationspflicht ist ein dreifacher¹⁹²: Erstens soll sie die Aktionäre und den Kapitalmarkt über die Höhe der Leistungen unterrichten, die die Gesellschaft für ihre Verwaltung erbringt. Zweitens soll die Hauptversammlung jederzeit kontrollieren können, ob die Bezüge der Verwaltungsmitglieder in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben der Mitglieder und zur Lage der Gesellschaft stehen, damit sie gegebenenfalls auf eine Anpassung dringen kann. Drittens ist bereits der Zwang, in jedem Geschäftsjahr die Bezüge offenzulegen und sich damit einer etwaigen Kritik der Öffentlichkeit zu stellen, eine gewisse Sicherung gegen unangemessen hohe Vergütungen. Zu den in die Gesamtbezüge einzurechnenden "Nebenleistungen jeder Art" gehören auch Bezugs- und Optionsrechte¹⁹³. Als geldwerte Leistungen sind sie mit ihrem Zeitwert anzusetzen¹⁹⁴. Für die Berechnung stehen verschiedene Verfahren zur Verfügung¹⁹⁵.

Der Wert der Option im Zeitpunkt ihrer Einräumung besagt nichts über den Optionsgewinn, den der Berechtigte im Zeitpunkt der Ausübung des Optionsrechts erzielt. Dieser Optionsgewinn entspricht grundsätzlich dem Tageskurs im Zeitpunkt der Optionsausübung multipliziert mit der Anzahl der erworbenen Aktien minus dem Optionspreis. Auch dieser Optionsgewinn gehört zu den Bezügen, die in dem Geschäftsjahr, in dem die Option ausgeübt wurde, in die gemäß § 285 Nr. 9 HGB anzugebenden Gesamtbezüge einzurechnen sind.

b) Sowohl die Mitglieder des Vorstands wie die des Aufsichtsrats einer Aktiengesellschaft sind sogenannte Primärinsider im Sinne von § 13 Abs. 1 Nr. 1 WphG, soweit sie Kenntnis von sog. Insidertatsachen haben. Für Insider gilt das Verbot von Insidergeschäften gemäß § 14 WphG. Anknüpfungspunkt kann insoweit die Einräumung des Optionsrechts, die Ausübung des Optionsrechts und schließlich die Veräußerung der aus der Optionsrechtsausübung erworbenen Aktien sein. Bei der Verknüpfung des Optionsrechts nicht mit einer Wandelanleihe, sondern mit selbständig veräußerbaren Optionsschuldverschreibungen¹⁹⁶ kann als Anknüpfungspunkt außerdem noch die Veräußerung der Optionsschuldverschreibung hinzutreten.

Voraussetzung für das Eingreifen des Verbots von Insidergeschäften gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 1 oder 3 WphG ist zunächst, daß sich das Geschäft auf ein Insiderpapier im Sinne des § 12 WphG bezieht. Als Insiderpapiere gelten gemäß § 12 Abs. 2 Nr. 1 WphG auch Rechte auf den Erwerb von Wertpapieren, also z. B. auch die mit einer Optionsschuldverschreibung verbundenen Bezugsrechte. Voraussetzung hierfür ist desweiteren aber, daß diese Rechte selbst auf ei-

nem dem Publikum zugänglichen Markt gehandelt werden, und daß die Wertpapiere, auf welche sich diese Rechte beziehen, ihrerseits zum Handel auf einem solchen Markt zugelassen sind. Die erste Voraussetzung - öffentlicher Handel der Optionsrechte selbst - ist bei Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder nicht erfüllt, da sie unveräußerlich sind und weder an der Börse noch im Freiverkehr gehandelt werden¹⁹⁷.

Mit dem Erwerb der Aktienoptionen können Vorstandsmitglieder deshalb nicht den Verbotstatbestand des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WphG erfüllen. Ebenso wenig kann die Einräumung von Aktienoptionen an den Vorstand durch die Mitglieder des Aufsichtsrats den Verbotstatbestand des § 14 Abs. 1 Nr. 3 WphG erfüllen.

Als weiterer Ansatzpunkt kommt der Zeitpunkt der Ausübung der Option durch den Vorstand in Betracht. Als Insider ist es dem Vorstand verboten, unter Ausnutzung seiner Kenntnis von einer Insidertatsache Insiderpapiere zu erwerben. Als Insiderpapiere kommen hier die erworbenen Aktien in Frage. Nach § 12 Abs. 1 WphG sind Insiderpapiere u. a. Wertpapiere, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind. Der Zulassung zum Börsenhandel steht gleich, wenn der Antrag auf Zulassung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Aktien aus einer bedingten Kapitalerhöhung können bereits vor der Ausübung eines Umtausch- oder Bezugsrechts zugelassen werden¹⁹⁸. Ist dies, z. B. wegen einer vereinbarten Haltefrist, bis zur Ausübung der Option nicht geschehen und auch ein Zulassungsantrag nicht gestellt, so scheidet nach geltendem Recht ein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WphG im Zeitpunkt der Optionsausübung aus. Für die §§ 12 Abs. 1, 14 Abs. 1 Nr. 1 WphG genügt nicht, daß überhaupt Aktien (nämlich die bereits im Handel befindlichen, aber von der Option nicht betroffenen Aktien) der Gesellschaft zum Handel zugelassen sind. Bei diesen handelt es sich dann zwar um Insiderpapiere, aber sie werden bei Optionsausübung ja gerade nicht erworben. Das Insidergeschäft im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WphG muß vielmehr im Erwerb eines Insiderpapiers selbst bestehen. Eine strikte Interpretation ist hier vor allem im Hinblick darauf geboten, daß § 14 WphG als Bezugsnorm für einen Straftatbestand fungiert (§ 38 WphG).

Unabhängig davon, ob die Ausübung der Option u. U. zu einem Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 1 WphG führen würde, ist zu empfehlen, durch eine geeignete Formulierung in den Optionsbedingungen die Gefahr der Ausnutzung der Kenntnis von Insidertatsachen im Interesse aller Beteiligten zu reduzieren. Grundsätzlich sollten Optionen nur in bestimmten Zeiträumen ausgeübt werden dürfen, und zwar *nachdem* den übrigen Marktteilnehmern neue Informationen über das Unternehmen zur Verfügung gestellt worden sind. Z. B. könnte festgelegt wer-

den, daß die Ausübung nur jeweils binnen drei Wochen nach der Offenlegung des Jahresabschlusses und der Veröffentlichung eines Zwischenberichtes bzw. gegebenenfalls der Veröffentlichung von Quartalsberichten erfolgen darf¹⁹⁹.

VII. Rechtspolitische Anmerkungen

Die Studie hat gezeigt, daß den Vorteilen von Aktienoptionen als Bestandteile der Vorstandsvergütung deutliche Nachteile gegenüberstehen können. Diese Nachteile können nur durch sorgfältige Vertragsgestaltung und korrekten Einsatz dieses Instruments weitgehend ausgeschaltet werden.

Aktienoptionen als Bestandteile der Vergütung von Vorständen sind nach deutschem Aktienrecht zulässig. Sie treffen aber auf eine hierauf nicht vorbereitete Rechtsordnung, die der Anpassung bedarf. Allerdings ist vor vorschnellen gesetzgeberischen Eingriffen zu warnen. Zunächst einmal fehlt es bisher an ausreichenden praktischen Erfahrungen, und die sich in diesem Zusammenhang ergebenden Rechtsfragen sind noch kaum erörtert. Außerdem sind, wie die rechtsvergleichenden Hinweise gezeigt haben, auf den anglo-amerikanischen Kapitalmärkten zahlreiche Alternativen zu Aktienoptionen als Langfristvergütungsprogramme für Manager entwickelt worden und zunehmend in Gebrauch. Da ähnliche Entwicklungen auch hier zu erwarten und bereits in Einzelfällen zu beobachten sind, sollten Änderungen nicht ausschließlich für Aktienoptionspläne vorgenommen und nur auf diese zugeschnitten werden. Dies gilt insbesondere für eine Umformulierung des § 86 AktG²⁰⁰ mit einer Festschreibung bestimmter Vergütungsformen.

Bei einer zunehmenden Entwicklung von Langfristvergütungsprogrammen wird eine Anpassung des geltenden Rechts vor allem für eine bessere Information der Aktionäre und des Kapitalmarkts sorgen müssen. Das amerikanische und das britische Beispiel könnten hier als Vorbilder dienen²⁰¹. Für eine verbesserte Information gibt es eine Reihe von Gründen²⁰². Hier seien nur einige angedeutet: Für den Kapitalmarkt stellt die detaillierte Aufgliederung der Vergütungsstruktur und der mit ihr verbundenen Anreize für den Vorstand eine bedeutsame Information dar, die Anlageentscheidungen beeinflusst²⁰³. Der Vorstandsbericht gemäß §§ 221 Abs. 4 S. 2, 186 Abs. 4 S. 2 AktG²⁰⁴ ist schon deshalb nicht darauf angelegt, diesen Zweck zu erfüllen, weil er praktisch die konkrete Ausfüllung des Aktienoptionsprogramms weitgehend

Vorstand und Aufsichtsrat überläßt. Wo kein Bezugsrechtsausschluß erforderlich ist, entfällt auch diese Informationsquelle. Die pauschale Angabe der Gesamtbezüge im Bilanzanhang gemäß § 285 Nr. 9 a) HGB hat gleichfalls nur einen äußerst geringen Informationswert.

Zusätzlich zur notwendigen Kapitalmarktinformation hält ein entsprechend zu gestaltender jährlicher Vergütungsbericht auch den Aufsichtsrat dazu an, eine langfristig an bewußt gesetzten und formulierten Performance-Zielen orientierte Vergütungspolitik einzuschlagen und hierüber Rechenschaft abzulegen. Schließlich mag eine Offenlegung der Vergütungsstruktur und ihrer Höhe auch helfen, wechselseitiges "back-scratching" einzudämmen und unangemessen hohe Vergütungen zu begrenzen.

Ein in den jährlichen Lagebericht börsennotierter Unternehmen aufzunehmender Bericht des Aufsichtsrats über die Vergütung des Vorstands nach dem Vorbild und mit dem Inhalt eines Proxy-Statement amerikanischen Rechts wäre deutlich zu bevorzugen.

Weiterer Änderungs- und Anpassungsbedarf kündigt sich sowohl beim Rückerwerb eigener Aktien (§ 71 AktG) als auch bei der Schaffung junger Aktien zur Bedienung von Aktienoptionsplänen (aber auch z. B. sog. Stock Award Programme) für Vorstände an. Die derzeit nach deutschem Recht noch erforderliche Verknüpfung mit einer Wandel- oder Optionsanleihe ist hinderlich²⁰⁵. Allerdings darf die hierfür erforderliche Änderung des § 192 Abs. 2 AktG nicht darauf hinauslaufen, daß die bisher zu beachtenden materiellen und formellen Anforderungen an den Bezugsrechtsausschluß gemäß § 221 Abs. 4 S. 2 AktG ersatzlos entfallen²⁰⁶. Die Schaffung junger Aktien zur Bedienung "nackter" Optionen für Vorstandsmitglieder sollte vielmehr künftig vom Aufsichtsrat statt vom Vorstand vorgeschlagen und begründet werden²⁰⁷; der Aufsichtsrat sollte - statt des Vorstandes (§§ 221 Abs. 4 S. 2, 186 Abs. 4 S. 2 AktG) - hierzu einen entsprechenden Bericht vorlegen und sich dann auch - statt des Vorstandes - in der Hauptversammlung dazu äußern müssen²⁰⁸.

* Abschluß des Manuskripts: 30. Sept. 1996.

¹ *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 1996, S. 362.

² Bundesanzeiger vom 2.4.1996 S. 4036; Bundesanzeiger vom 11.4.1996 S. 4324.

³ Auch bisher schon sind einzelne Optionspläne bekanntgeworden; so die verschiedenen Programme der Continental (zuletzt Bundesanzeiger vom 27.4.1995 S. 4843); das Programm der BHF-Bank (Bundesanzeiger vom 10.4.1987 S. 4063) sowie der Optionsplan von Hegener + Glaser (Bundesanzeiger vom 11.5.1989 S. 2331; der Opti-

onsplan wurde zurückgezogen; vgl. Das Wertpapier 1996 S. 72) sowie der Optionsplan der PUMA AG (Bundesanzeiger vom 29.2.1996 S. 2188).

⁴ Blick durch die Wirtschaft, 19.4.1996 S. 1; Fin. Times, 24.4.1996 S. 17; WirtschaftsWoche, 16.5.1996, S. 88 ff.; Börsen-Zeitung, 25.5.1996 S. 5; Die Zeit, 30.5.1996, S. 22; FAZ, 17.6.1996 S. 16; Der Spiegel 15/1996 S. 22 ff.; Focus 27/1996 S. 152; Deutsches Aktieninstitut e. V., Aktienoptionspläne für Führungskräfte (Juni 1996).

⁵ Vgl. FAZ, 3.4.1996, S. 19 ("Arbeitnehmervertreter gegen Schrempps Aktienoptionspläne").

⁶ DAI, a.a.O. (Fn. 4), S.1 f.

⁷ Business Week, 22.4.1996, S. 100 ff.

⁸ FAZ vom 17.6.1996 S. 16 unter Hinweis auf eine Kienbaum-Vergütungsstudie.

⁹ Vergleichende Angaben zur Vergütung von Industriearbeitern nach *Towers Perrin* (Hrsg.), *Worldwide Total Remuneration* (1995), S. 16.

¹⁰ Vgl. *Klein*, *Top Executive Pay for Performance. A Research Report* (The Conference Board. Report Nr. 1113-95-RR), 1995, S. 18 ff.

¹¹ *Towers Perrin*, a.a.O. (Fn. 9), S. 19; ähnlich auch die Ergebnisse einer KPMG-Studie (FAZ 17.6.1996 S. 16).

¹² Sanford Weill, Vorstandsvorsitzender der Travellers Group, erhielt 1995 ein Gehalt von 5,6 Mio Dollar und zusätzlich Aktienoptionen im Wert von 44,2 Mio Dollar (Business Week, a.a.O., S. 102).

¹³ So verfügte 1995 der CEO der Walt Disney, Michael Eisner, über noch nicht ausgeübte Aktienoptionen im Wert von 317,9 Mio Dollar, umgerechnet fast eine halbe Milliarde DM (Business Week, a.a.O., S. 104).

¹⁴ Vgl. FAZ, 17.6.1996, S. 16.

¹⁵ S. dazu statt vieler *Crystal*, *In Search of Excess. The Overcompensation of American Executives* (1991).

¹⁶ Zum folgenden eingehend etwa *Milgrom/Roberts*, *Economics, Organization & Management*, 1992, S. 388 ff.; kurze Darstellung der mikroökonomischen Literatur zur "principal-agent"-Beziehung zwischen Anteilseignern und Management und zum "collective action"-Problem in der Publikumsgesellschaft und den sich daraus ergebenden Konflikten bei *Baums*, *Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen*, ZIP 1995, 11 f. - *Hart* (*Firms, Contracts and Financial Structure* [1995] S. 128) hat darauf aufmerksam gemacht, daß Aktienoptionen sich nicht für die Bewältigung sämtlicher Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern und Managern in gleicher Weise eignen, demzufolge selbstverständlich auch nicht weitere institutionelle und marktliche Anreiz- und Kontrollvorkehrungen entbehrlich machen.

¹⁷ Auflistung der marktlichen und institutionellen Steuerungselemente bei *Baums* a.a.O.

- 18 S. dazu genauer unten III.
- 19 Eingehender zu diesem Mix *Bühner*, Möglichkeiten der unternehmerischen Gehaltsvereinbarung für das Top-Management, DB 1989, 2181f.
- 20 So z.B. *Becker*, Anreizsysteme für Führungskräfte (1990).
- 21 S. *Bühner*, a.a.O. (Fußn. 19) S. 2182 f.
- 22 Vgl. *Milgrom/Roberts*, a.a.O. (Fußn. 16), S. 425; eingehend etwa *Clark*, Corporate Law (1986), S. 202 ff.; *Kay*, Beyond Stock Options: Emerging Practices in Executive Incentive Programs, in: Compensation & Benefits Review 23, 1991, S. 18 ff.
- 23 Freilich nicht völlig, da diversifizierte Anleger u. U. andere Interessen haben als nur an einem einzigen Unternehmen beteiligte Anleger und Manager. Zu dieser insbesondere für die Rolle institutioneller Investoren bedeutsamen Interessendivergenz etwa *Cassing*, Protectionist mutual funds, in: European Journal of Political Economy, Vol. 12 (1996), S. 1 ff.
- 24 S. dazu *Peltzer*, Steuer- und Rechtsfragen bei der Mitarbeiterbeteiligung und der Einräumung von Aktienoptionen (Stock Options), Die AG 1996, 307 ff.
- 25 Bei Aktienoptionen wird der für die Aktien zu zahlende Basispreis erst bei Ausübung fällig; eine Optionsprämie fällt nicht an. Da in Deutschland Optionen aber regelmäßig nicht "nackt", sondern in Kombination mit einer Anleihe oder einem Darlehen vergeben werden (Wandelanleihe oder -darlehen; Optionsanleihe; vgl. unten VI. 5.), mag im Einzelfall vorgesehen sein, daß das Anleihe- bzw. Darlehenskapital eine bestimmte Zeit vor Ausübung der Option eingezahlt sein muß.
- 26 Im Fall des Optionsplans der Deutschen Bank (vgl. oben Fn. 2) besteht dieses target z. B. darin, daß der Aktienkurs bei Ausübung der Option mindestens 10 % über dem Optionspreis liegen muß (die Eingrenzung des Zeitraums hierfür ist der Entscheidung von Vorstand und Aufsichtsrat überlassen; die maximale Laufzeit der Optionsrechte beträgt 10 Jahre). Im Fall Daimler-Benz (oben Fn. 2) liegt das target bei 15 % des Optionspreises; hier soll aber der Vorstand in späteren Jahren von diesem target abweichen können. Die Hauptversammlungsbeschlüsse zu den Optionsplänen von HeGENER + Glaser, BHF-Bank und Continental (vgl. oben Fn. 3) enthalten keine Angaben zum target.
- 27 S. dazu noch unten III. 4.
- 28 *Blair*, Ownership and Control (1995), S. 89; *Gelauff/den Broeder*, Governance of stakeholder relationships. The German and the Dutch experience (CFB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. Research Memorandum No. 127) S. 16 f.; *Kay*, a.a.O. (Fn. 22) S. 19; *Milgrom/Roberts*, a.a.O. (Fn. 16), S. 441.
- 29 Optionen als Vergütungsbestandteile werden üblicherweise nicht an einem Markt gehandelt, sondern sind regelmäßig unübertragbar.

- ³⁰ Grundlegend *Black/Scholes*, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81 (1973), S. 637 ff.; speziell zur Bewertung von Aktienoptionen als Vergütungsbestandteile für Manager *Mountain*, FASB 123: Putting Together the Pieces, in: Journal of Accountancy, 1996, S. 73 ff.
- ³¹ *Main*, The Governance of Remuneration for Senior Executives (Working Paper University of Edinburgh and The David Hume Institute 1995) S. 18 und Fig. 3 a. - Einzuräumen ist freilich, daß Aktien von dem betreffenden Manager in der Regel (mit einem Diskont) bezahlt werden müssen, während bei der Vergabe von Optionen für die Option selbst keine Zahlung erfolgt; anders nur im Fall sog. "jumbo option grants", für die der Manager 10 % - 20 % des Optionspreises einzahlen muß, die er bei Verfall der Option endgültig verliert (vgl. dazu etwa *Kay*, a.a.O. [Fn. 22], S. 24).
- ³² *Main*, a.a.O., S. 18 und Fig. 2 a, 2 b.
- ³³ *Barnea/Haugen/Senbet*, Agency problems and financial contracting (1985), S. 100; *Milgrom/Roberts*, a.a.O. (Fn. 16) S. 441; *Main*, a.a.O. S. 20; weitere Nachweise bei *DeFusco/Johnson/Zorn*, The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, Journal of Finance XLV, 1990, S. 617, 618. - Zum Zusammenhang zwischen dem Wert einer Aktien-Option und der Volatilität des Aktienkurses s. *Brealey/Myers*, Principles of Corporate Finance, 5. Aufl. 1996, S. 577 ff.
- ³⁴ *DeFusco/Johnson/Zorn*, a.a.O. (Fn. 33); *Tufano*, Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry, in: The Journal of Finance 51 (1996), S. 1097 ff.; vgl. dazu aber auch *Yermack*, Do corporations award CEO stock options effectively?, in: Journal of Financial Economics 39 (1995), S. 237, 245, 262.
- ³⁵ *Adams*, Eigentum, Kontrolle und beschränkte Haftung (1991), S. 45; *Ramsay*, Directors and Officers' Remuneration: The Role of the Law, in: Journal of Business Law 1993, 351, 359; allgemein dazu *Scholes*, Stock and Compensation, Journal of Finance 46 (1991), S. 803 ff.
- ³⁶ Vgl. *Milgrom/Roberts*, a.a.O. (Fn. 16), S. 471.
- ³⁷ Dazu etwa *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 33), S. 329 ff.
- ³⁸ *Drukarczyk*, Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Aufl. 1993, S. 86.
- ³⁹ Vgl. die Empfehlung des Greenbury-Committee unten zu Fn. 113. Die vom DAI referierte Haltefrist von 6-24 Monaten erscheint demgegenüber zu kurz (DAI, a.a.O. [Fn. 4], S. 2).
- ⁴⁰ *Menichetti*, Aktienoptionsprogramme für das Top-Management, Der Betrieb 1996, S. 1688, 1691.
- ⁴¹ Zusammenfassender Überblick bei *Nickel*, The Performance of Companies (1995), S. 52 ff.; *Main*, a.a.O. (Fn. 31) S. 3 ff. sowie *Ramsay*, a.a.O. (Fn. 35) S. 352 ff., 361 ff.

⁴² S. etwa die Studien von *Holland/Lewellen*, Proving The Record of Stock Options, Harvard Business Review 40 (1962), S. 132 ff.; *DeFusco/Johnson/Zorn*, a.a.O. (Fn. 33); *Jensen/Murphy*, Performance Pay and Top Management Incentives, in: Journal of Political Economy 98 (1990), S. 225, 232 ff.; *Yermack*, a.a.O. (Fn. 34).

⁴³ Dazu noch unten VI. 1.

⁴⁴ Eindrucksvoll hierzu die Fallstudien von *Kütting* in "Blick durch die Wirtschaft" vom 28.2.1996 S. 1 (zum Bremer Vulkan), vom 12.4.1996 S. 9 (zu Daimler-Benz); vom 29.5.1996 S. 9 (zu Strabag); vgl. auch *dens.*, in: bilanz und buchhaltung 7 - 8/94 S. 257 ff. - Für die USA s. *Healey*, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", in: Journal of Accounting and Economics Vol. 7 (1985), S. 85 ff.

⁴⁵ *Bühner*, a.a.O. (Fußn. 19), S. 2182.

⁴⁶ Zur Unterscheidung der Unternehmensziele "Anteilswertmaximierung" und "Gewinn pro Aktie" ("earnings per share") eingehend etwa *Copeland/Weston*, Financial Theory and Corporate Policy, 3. Aufl. 1988, S. 24.

⁴⁷ Dazu *Brancato*, New Corporate Performance Measures (The Conference Board Report No. 1118-95-RR), 1995.

⁴⁸ *Monks/Minow*, Watching the Watchers. Corporate Governance for the 21st Century (1996), S. 237.

⁴⁹ Z. B. Anknüpfung an das betreffende Segmentergebnis. - Zur Ausgabe von auf das Segmentergebnis bezogenen Aktien nach deutschem Recht *Baums*, Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht, in: Verantwortung und Gestaltung. Festschrift für Boujong (1996) S. 19, 27 ff.

⁵⁰ S. dazu *Gibbons/Murphy*, Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers, in: Industrial and Labor Relations Review, Vol. 43 (1990), S. 30-S ff.; *Jensen/Murphy*, a.a.O. (Fn. 50), S. 246 f.; *Menichetti*, a.a.O. (Fn. 40), S. 1690 f.

⁵¹ Eingehender dazu unten V. 1. b).

⁵² Als Beispiel sei der Optionsplan der Deutschen Bank gewählt (vgl. oben Fn. 2). Das Optionsrecht darf danach nur ausgeübt werden, wenn der Aktienkurs mindestens 10 % über dem Basispreis liegt. Die Laufzeit der Optionsrechte darf 10 Jahre nicht übersteigen. In den Jahren 1976 - 1996 hat die Kurssteigerungsrate pro Jahr bereits ca. 11 % betragen. Eine Messung durch "Benchmarking" würde dagegen zum Ausweis einer "Underperformance" führen: Steigerung des DB-Kurses von 1977 - 1996 um 227 %; Steigerung des CDAX-Kreditbanken von 1977 - 1996 um 281 %; Steigerung des DAX im selben Zeitraum um 390 % (Zahlen nach Hoppenstedt Charts/Schulz Hielscher Standardwerte 2.8.1996).

⁵³ *Copeland/Weston*, a.a.O. (Fn. 46), S. 671.

⁵⁴ S. dazu noch unten V. 2. c).

55 S. Nickell, a.a.O. (Fn. 41).

56 Vgl. dazu Economist, 10. Februar 1996, S.19 f.

57 Dazu noch unten IV.3.

58 Zu Aufgabe und Anreizwirkungen von Aktienoptionen für Führungskräfte oben II.1. und 3.; zu den steuerlichen und Liquiditätseffekten oben Fußn. 24 und 25.

59 Bisher wurden erwähnt: richtiger Mix zwischen Fixum und erfolgsabhängiger Vergütung; Mindestoptionslaufzeit und Haltefrist der erworbenen Aktien; Beschränkung auf den Führungskreis mit Gesamtverantwortung; Anknüpfung an die Steigerung der Aktienrendite; Benchmarking.

60 Allerdings sieht der vom Vorstand der Deutschen Bank vorgeschlagene Hauptversammlungsbeschluß (vgl. Fn. 2) u. a. vor, "Der Vorstand wird ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Ausgabe und Ausstattung der ... Optionsrechte festzulegen." Die Formulierung erklärt sich wohl daraus, daß auch unterhalb des Vorstands angesiedelte Führungskräfte Optionen erhalten sollen. Hierfür ist zweifellos der Vorstand zuständig, nicht dagegen für die für ihn selbst bestimmten Optionen. Es kommt hinzu, daß eine zeitliche Verknüpfung von Vorstands- und Mitarbeiteroptionen zwangsläufig auch zu einer inhaltlichen Einflußnahme auf die Aufsichtsratsentscheidung führen muß. - Auch die Ermächtigung des Vorstands gemäß § 221 Abs. 2 AktG berechtigt den Vorstand nicht zur inhaltlichen Festlegung der für ihn bestimmten Optionen.

61 USA: Vgl. American Law Institute - ALI (Hrsg.), Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, Vol. 1, 1994, S. 127 - 133; Großbritannien: Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance ("Cadbury Committee"), 1992, S. 31 Nr. 4.42 sowie "Directors' Remuneration. Report of a Study Group" ("Greenbury Committee"), 1995. S. 21 ff.

62 S. dazu die aufschlußreiche empirische Arbeit von Main/O'Reilly/Wade, The CEO, the board of directors, and executive compensation: Economic and psychological perspectives, in: Industrial and Corporate Change (1995).

63 Dazu noch unten V. 1., 2.

64 S. unten VI. 5., 6.; VII.

65 So auch die Empfehlung des Greenbury Committee (vgl. Fn. 61), S. 41. Im Fall der Hegener + Glaser AG (oben Fn. 3) sollte der Ausübungspreis 10 % unter dem Ausgabekurs liegen; ein target war nicht festgesetzt. S. dazu Das Wertpapier 1996 S. 72. - Zu den Besonderheiten von Aktienoptionen, deren Basispreis über dem aktuellen Kurs liegt (sog. premium options) etwa Kay, a.a.O. (Fn. 22), S. 24.

66 Anders insoweit das Programm der Deutschen Bank (vgl. Fn. 2). Danach muß "der jeweils festzusetzende Optionspreis für eine Aktie ... mindestens den durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie gleichen Nennbetrags der Deutsche Bank Aktiengesellschaft ... an den zehn Börsentagen vor dem Tag der Beschlußfassung durch den Vor-

stand (Hervorhebung d. Verf.) über die Begebung der Optionsschuldverschreibungen erreichen".

67 Greenbury Committee (Fn. 61), S. 41.

68 Greenbury Committee (Fn. 61), S. 41.

69 S. etwa *Main*, a.a.O. (Fn. 31), S. 20; dazu oben III. 4.

70 *Lambert/Lanen/Larcker*, Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24 (1989), S. 409 ff.; s. aber auch die Ergebnisse der Studie bei *DeFusco/Zorn/Johnson*, The Association Between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making, in: *Financial Management* 20 (1991), S. 36, 41.

71 S. zur sogenannten "Dividendenkontroverse" *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 33), Kap. 16 (S. 417 ff.); für die deutschen Verhältnisse *Drukarczyk*, a.a.O. (Fn. 38), S. 415 ff.

72 *Blair*, a.a.O. (Fn. 28), S. 90; *Crystal*, a.a.O. (Fn. 15), S. 176.

73 Oben III. 3.

74 *Crystal*, a.a.O. (Fn. 15), S. 176.

75 Dazu etwa *Antle/Smith*, An Empirical Investigation of the Relative Performance Evaluation of Corporate Executives, in: *Journal of Accounting Research* 24 (1986), 1, 32.

76 Oben II. 4. In den USA werden als Anreiz hierfür gelegentlich Boni gezahlt oder Gratisaktien ausgegeben; vgl. *Kay*, a.a.O. (Fn. 22), S. 22 f.

77 So auch die Empfehlung des Greenbury Committee (oben Fn. 61), S. 42.

78 Von einem besonders interessanten Fall der Kursmanipulation in Frankreich wird in der FAZ vom 17.6.1996 S. 17 berichtet. Danach soll es vorgekommen sein, daß Optionen auf Aktien unbedeutender, aber börsennotierter Tochtergesellschaften ausgegeben wurden, deren Gewinn anschließend durch die Übertragung von Erträgen anderer Konzerngesellschaften nach oben manipuliert wurde.

79 Vgl. im deutschen Recht § 13 WphG.

80 Zu den Zielkursen in den bekanntgewordenen deutschen Optionsprogrammen s. oben Fn. 26.

81 Oben III. 4. und IV. 3.

82 Oben III. 3.

83 Die Durchschnittsrendite öffentlicher Anleihen mit einer Laufzeit über 8 - 15 Jahre beträgt derzeit 6,34 % (Quelle: Deutsche Bundesbank).

- ⁸⁴ So aber der Aktienoptionsplan der Daimler-Benz AG (oben Fn. 2): "... Vorstand wird ermächtigt, in künftigen Jahren in den Anleihebedingungen eine andere Prozentzahl (sc. der Zielkurs muß mindestens 115 % des Wandlungspreises betragen; d. V.) als Bedingung für die Ausübung des Wandlungsrechts festzulegen".
- ⁸⁵ Vgl. etwa die Verwässerungsschutzklausel im Programm der Deutschen Bank (oben Fn. 2). Allgemein zu Verwässerungsschutzklauseln *Karollus*, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Aktiengesetz, Bd. 4 (1994), § 221 Rdz. 182 ff. m. Nachw.
- ⁸⁶ *Dechow/Sloan*, Executive incentives and the horizon problem, in: *Journal of Accounting and Economics* 14 (1991), S. 51 ff.
- ⁸⁷ Eingehender Überblick über die Entwicklung bis 1986 bei *Clark*, a.a.O. (Fn. 22), S. 203 ff.; ferner *Blair*, a.a.O. (Fn. 28), S. 91.
- ⁸⁸ Anders aber z. B. § 157 Delaware General Corporation Law.
- ⁸⁹ Einzelheiten bei *Clark*, a.a.O. (Fn. 22), S. 207 m. Nachweisen; zum Verwässerungseffekt *ders.*, a.a.O., S. 211.
- ⁹⁰ Nachweise dazu in Reporter's Note, in: *ALI*, a.a.O. (Fn. 61), S. 131.
- ⁹¹ *ALI*, a.a.O. (Fn. 61), S. 127.
- ⁹² Einzelheiten bei *ALI*, a.a.O. (Fn. 61), S. 245 ff.; *Clark*, a.a.O. (Fn. 22), S. 420 ff. Eingehend hierzu demnächst *Gollnick*, Die Beurteilung der Vorstandsleistung durch den Aufsichtsrat. Eine vergleichende Untersuchung des deutschen und US-amerikanischen Rechts unter besonderer Berücksichtigung der Publizitätsvorschriften der SEC. Jur. Diss. Osnabrück (1996).
- ⁹³ *ALI*, a.a.O., S. 246, 254 (Reporter's Note) und S. 53 (zum "waste of corporate assets").
- ⁹⁴ *SEC*, Executive Compensation Disclosure, 16.10.1992, Securities Act Release No. 6962; Exchange Act Release No. 31327 (Fed. Register 48, 126 ; 17 CFR §§ 228, 229, 240, 249). S. dazu aus der Lit. *Research Institute of America*, Executive Compensation and Taxation Coordinator, Vol. 1, par. 3, 600 ff.; *Gollnick*, a.a.O. (Fn. 92).
- ⁹⁵ Zu den zulässigen Verfahren und der Praxis s. *Lewellen/Park/Ro*, Executive Stock Option Compensation: The Corporate Reporting Decision, in: *Managerial and Decision Economics*, Vol. 16 (1995), S. 633 ff.
- ⁹⁶ Zum "repricing" oben IV. 4.
- ⁹⁷ Eingehend dazu *Gollnick*, a.a.O. (Fn. 92).
- ⁹⁸ S. dazu bereits oben unter III. 3.
- ⁹⁹ Dazu *Clark*, a.a.O. (Fn. 22), S. 207.

- ¹⁰⁰ Vgl. dazu SEC vs. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968); weitere Nachweise bei *Clark*, a.a.O., (Fn. 22), S. 207.
- ¹⁰¹ Financial Accounting Standards Board (FASB), Statement of Financial Accounting Standards No. 123 (Oktober 1995); zu den zulässigen Bewertungsmethoden nach FASB 123 s. *Mountain*, a.a.O. (Fn. 30).
- ¹⁰² Dazu etwa *Main*, a.a.O. (Fn. 31), S. 12.
- ¹⁰³ S. nur *Lewis*, Fat cats get more cream, Fin. Times, 6.7.1996, S. 9; FAZ, 17.6.1996, S. 17.
- ¹⁰⁴ Directors' Remuneration. Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury (1995).
- ¹⁰⁵ Vgl. PIRC, Greenbury One Year On. Rewarding the Board Long Term Incentive Plans. A Study Assessing Compliance with the Recommendations of the Greenbury Committee (1996); *Lewis*, Executive bonus scheme code 'flouted', Fin. Times 20.8.1996, S. 7.
- ¹⁰⁶ Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992). - An der Londoner Börse notierte Unternehmen haben mitzuteilen, inwieweit sie sich an die Empfehlungen der Cadbury Commission halten; vgl. LSE, Yellow Book (Listing Rules of the LSE) 1995 sec. 12.42 (j).
- ¹⁰⁷ Vgl. Association of British Insurers, Share Option and Profit Sharing Incentive Schemes (1995); Institutional Shareholders Committee, The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK (1991); National Association of Pension Funds, Share Schemes - A Consultative Approach (1992).
- ¹⁰⁸ A.a.O. (Fn. 106), 4.42.
- ¹⁰⁹ A.a.O. (Fn. 104), Code of Best Practice, siehe A.
- ¹¹⁰ Code of Best Practice, a.a.O. (Fn. 104), S. 43 sub 6.39. Britische Unternehmen knüpfen in ihren Aktienoptionsplänen tatsächlich häufiger an die Aktienrendite (total shareholder return - TSR) als an die Aktienkurssteigerung an, in den weitaus meisten Fällen freilich an den Gewinn pro Aktie (earnings per share - EPS); vgl. die empirische Untersuchung von New Bridge Street Consultants, "Paying for Performance". Long- Term Incentives in the Top 500 UK Listed Companies (1996), S. 8.
- ¹¹¹ Code of Best Practice, a.a.O. C 2, C 8 sowie 6.11-6.12 und 6.38-6.40.
- ¹¹² Code of Best Practice C 9 und 6.29.
- ¹¹³ Code of Best Practice C 6, C 10 sowie 6.29 und 6.34.
- ¹¹⁴ Code of Best Practice C 6 und 6.28.

- 115 S. etwa Pennington' s Company Law, 6. ed. 1990, S. 570 f.
- 116 Cadbury Committee, a.a.O. (Fn. 106), 4.40.
- 117 Code of Best Practice, a.a.O. (Fn. 104), sub B sowie 5.13-5.16.
- 118 Eingehende Darstellung und Analyse bei PIRC, a.a.O. (Fn. 105) und New Bridge Street Consultants, a.a.O. (Fn. 110).
- 119 S. nur "Arbeitnehmervertreter gegen Schrempps Aktienoptionspläne", FAZ, 3.4.1996, S. 19; *Maak/Thielemann*, "Marionetten des Marktes", in: Wirtschaftswoche, 29.8.1996, S. 110; "Bonus für die Bosse", Der Spiegel, 15/1996, S. 22 ff.; *Eglau*, "Die Selbstbediener", Die Zeit, 30.5.1996, S. 22.
- 120 Dazu m. w. Nachweisen *Peltzer*, a.a.O. (Fn. 24); *Arnold*, Fallbeispiele zur steuerlichen Gestaltung bei Vergütungen für mehrjährige Tätigkeit, WIB 1996 S. 820 ff.; *DAI*, a.a.O. (Fn. 4), S. 10 f.
- 121 *Hüffer*, AktG, 2. Aufl. 1995, § 86 Rdz. 1, 3f.; *Hefermehl*, in: *Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff*, AktG, Bd. II, 1973/1974, § 86 Rdz. 6; *Mertens*, in: *Kölner Komm. AktG*, Bd. 2, 2. Aufl. 1989, § 86 Rdz. 5; *Semler*, in: *Rechenschaftslegung im Wandel*, Festschrift für Budde (1995), S. 599, 600; *Wiesner*, in: *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Bd. 4 (Die Aktiengesellschaft), 1988, § 21 Rdz. 34, 36.
- 122 *Ritter*, AktG, 2. Aufl. 1939, § 77 Anm. 2. a), der selbst diese Klarstellung freilich für entbehrlich hält.
- 123 Unten VI. 5. d).
- 124 Vgl. *Kropff*, Aktiengesetz, 1965, S. 109.
- 125 *Semler*, a.a.O. (Fn. 121), S. 600 m. w. Nachw.
- 126 *Kropff*, a.a.O. (Fn. 124), S. 110.
- 127 Allgemein dazu auch *Mertens*, a.a.O. (Fn. 121), § 76 Rdz. 30 f.
- 128 *Hüffer*, a.a.O (Fn. 121), § 87 Rdz.1.
- 129 Unten VI. 4.
- 130 Zur aktienrechtlichen Zuständigkeit für die Festlegung von "Unternehmenszielen" eingehend *Huber*, Welche Bedeutung hat die Rechtsform der Unternehmen für die Transferzeit zwischen der Veränderung gesellschaftlicher Wertvorstellungen und der Änderung unternehmerischer Ziele?, in: *Albach/Sadowski* (Hrsg.), Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen (1976), S. 139, 147 ff.

- ¹³¹ Greenbury Report, a.a.O. (Fn. 104), Code of Best Practice B 12 sowie 5.33.
- ¹³² Streitig; vgl. *Möhring/ Schwartz/Rowedder/Haberlandt*, Die Aktiengesellschaft und ihre Satzung, 2. Aufl. 1966, S. 73 (für Tantiemeregungen in der Satzung). Teilweise werden dagegen Vergütungsregelungen in der Satzung für unzulässig gehalten; vgl. Hüffer, a.a.O. (Fn. 121), § 87 Rdz. 2 m. Nachw.
- ¹³³ Dazu unten 4.
- ¹³⁴ S. oben zu Fn. 60.
- ¹³⁵ *Baums*, Der Geschäftsleitervertrag (1987), S. 72; *Wiesner*, a.a.O. (Fn. 121), S. 152; je m. w. Nachw.
- ¹³⁶ Zu den Befugnissen des Personalausschusses gemäß § 107 Abs. 3 AktG eingehend *Baums*, a.a.O., S 74 ff.; *Lutter/Krieger*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 3. Aufl. 1993, S. 126 f. m. w. Nachw.
- ¹³⁷ Dazu *Hoffmann-Becking*, in: Münchener Handbuch zum Gesellschaftsrecht, Bd. 4, a.a.O. (Fn 121), S. 257 Rdz. 34.
- ¹³⁸ *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 121), § 87 Rdz. 1.
- ¹³⁹ S. nur die jährlichen Berichte der Kienbaum Unternehmensberatung sowie AMROP, Vergütung deutscher TOP-Manager im Vergleich mit den USA und Großbritannien (1996).
- ¹⁴⁰ So auch *Mertens*, a.a.O (Fn. 121), § 87 Rdz. 5.
- ¹⁴¹ Vgl. zu beidem - "ex ante" und "ex post" - Bewertung von Optionen - etwa *Lewellen/Park/Ro*, a.a.O. (Fn. 95), S. 634; zur Berichtspflicht zum Wert von Optionen nach amerikanischem Recht oben V. 1. b). (proxy statement) und V. 1. c). (Jahresabschluß).
- ¹⁴² Für eine Fixierung der Gesamtvergütung auch *Semler*, a.a.O. (Fn. 121), S. 610.
- ¹⁴³ S. etwa *Schwalbach*, Vorstandsbezüge werden falsch berechnet, in: Harvard manager, 13. Jahrg., 3. Quartal 1991, S. 39 ff.; für die USA *Jensen/Murphy*, Performance Pay and Top Management Incentives, in: Journal of Political Economy, Vol. 98 (1990), S. 225 ff.
- ¹⁴⁴ *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 121), § 87 Rdz. 5.
- ¹⁴⁵ *Lutter/Krieger*, a.a.O. (Fn. 136), S. 234 m. w. Nachw.
- ¹⁴⁶ Vgl. die Hinweise oben II. 2 und V 2. c).
- ¹⁴⁷ Oben III.

148 Oben III. 3. und 4.

149 Unter IV. 9.

150 *Hefermehl*, a.a.O. (Fn. 121), § 84 Rdz. 45.

151 Einzelheiten mit Nachweisen bei *Hefermehl*, a.a.O. (Fn. 121), § 84 Rdz. 45, 46.

152 *Lutter*, in: Kölner Komm. z. AktG, Bd. 1, 2. Aufl. 1988, § 71 Rdz. 41; *Hefermehl/Bungeroth*, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), Aktiengesetz, Bd. 1, 1983, § 71 Rdz. 77 m. w. Nachw.

153 Eingehender mit Nachw. zum Regelungszweck des § 187 Abs. 2 AktG *Wiedemann*, in: Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1995 (5. Lieferung), § 187 Rdz. 8 m. Nachw.

154 Im Fall der Hegener + Glaser AG; vgl. oben Fn. 3.

155 Vgl. dazu *Steiner*, Zulässigkeit der Begebung von Optionsrechten auf Aktien ohne Schuldverschreibung (naked warrants), WM 1990, 1776 ff; *Lutter*, in: Kölner Kommentar zum AktG, 2. Aufl. 1995, Bd. 5/1, § 221 Rdz. 185; *Bungeroth*, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Aktiengesetz, Bd. 4 (1993), § 192 Rdz. 29; *Karollus*, a.a.O. (Fn. 85), § 221 Rdz. 27 ff.; *Claussen*, a.a.O. (Fn. 1), S. 373 f. m. w. Nachw.

156 *Lutter*, a.a.O. (Fn. 155), § 192 Rdz. 6.

157 Näher zu diesen Begriffen etwa *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 121), § 221 Rdz. 3 ff. und 24 ff.

158 Zutreffend *Hüffer*, a.a.O., § 221 Rdz. 70 ff., 75.

159 Ebenso DAI, a.a.O. (Fn. 4), S. 9.

160 *Lutter*, a.a.O. (Fn. 155), § 192 Rdz. 15; *Bungeroth*, a.a.O. (Fn. 155), § 192 Rdz. 37; *Schilling*, in: Großkomm. AktG, 3. Bd. (1973), § 192 Anm. 6.

161 *Bungeroth*, a.a.O.

162 S. etwa *Schilling*, in: Aktiengesetz, Großkommentar, Bd. 3, 3. Aufl. 1973, § 192 Anm. 7; kritisch dazu *Lutter*, a.a.O. (Fn. 155), § 192 Rdz. 18 m. Nachw.

163 Im Fall Daimler-Benz (oben Fn. 2), BHF-Bank (oben Fn. 3) und Puma (oben Fn. 3) sind die Optionen mit Wandelschuldverschreibungen verknüpft, im Fall der Deutschen Bank (oben Fn. 2) mit Optionsschuldverschreibungen.

164 So der Optionsplan der Continental-AG (oben Fn. 3); aus der Lit. dazu *Steiner*, a.a.O. (Fn. 155), S. 1779.

165 In dem vorbezeichneten Optionsplan berechtigt je 1,- DM Darlehensteilbetrag zum Umtausch in eine Aktie.

¹⁶⁶ So auch das DAI, a.a.O. (Fn. 4), S. 14.

¹⁶⁷ Deutsche Bank: Ausgabe an von *Vorstand und Aufsichtsrat bestimmte* Führungskräfte.

¹⁶⁸ In den Fällen PUMA und Daimler-Benz werden die Wandelschuldverschreibungen bei einem Kreditinstitut mit der Maßgabe aufgenommen, sie nach den Weisungen der Gesellschaft an den Kreis der berechtigten Führungskräfte zu übertragen.

¹⁶⁹ Vgl. eingehender oben VI. 3. a.

¹⁷⁰ Kritisch dazu auch *Menichetti*, a.a.O. (Fn. 40), S. 1692 sub 4. - *Menichetti* a.a.O. kritisiert desweiteren an den erörterten Programmen die Anknüpfung allein an die Aktienkurssteigerung (fehlendes Benchmarking; Einfluß auf Ausschüttungspolitik; dazu bereits oben III. 3. und 4.) sowie das Fehlen einer Halteverpflichtung für die bezogenen Aktien (dazu oben II. 4.). Zumindest letzteres ist eine Detailregelung, die dem Anstellungsvertrag vorbehalten ist.

¹⁷¹ BGHZ 71, 40.

¹⁷² *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 121), § 221 Rdz. 75; *Lutter*, a.a.O. (Fn. 155), § 221 Rdz. 56; *Karollus*, a.a.O. (Fn. 85), § 221 Rdz. 100; *Krieger*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, a.a.O. (Fn. 121), § 63 Rdz. 13; *Schumann*, Optionsanleihen (1990), S. 191 ff. m. w. Nachw.

¹⁷³ Vgl. auch *Lutter*, a.a.O. (Fn. 155), § 203 Rdz. 18.

¹⁷⁴ Im einzelnen zu den Erwägungen für und gegen Aktienoptionen oben II, III.

¹⁷⁵ Vgl. *Wiedemann*, a.a.O. (Fn. 153), § 186 Rdz. 136.

¹⁷⁶ Dazu oben unter III. 4.

¹⁷⁷ Dazu näher *Lutter*, a.a.O. (Fn. 155), § 186 Rdz. 62; *Wiedemann*, a.a.O. (Fn. 153), § 186 Rdz. 144.

¹⁷⁸ Dazu oben III. 3.

¹⁷⁹ *Wiedemann*, a.a.O. (Fn. 153), § 186 Rdz. 144.

¹⁸⁰ *Wiedemann*, a.a.O. (Fn. 153), § 186 Rdz. 146 m. Nachw.

¹⁸¹ Die mit der Ausgabe von Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen verbundenen Besonderheiten (Zinssatz; Emissionskurs) werden hier ausgeblendet.

¹⁸² Bei Daimler-Benz und Deutscher Bank liegt der maximale Erhöhungsbetrag des Grundkapitals zur Bedienung der Aktienoptionen jeweils bei deutlich unter 2 % (be-

zogen auf das gesamte Grundkapital, nicht auf die durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenzen), bei PUMA etwas über 2 %. Im Fall der Hegener + Glaser AG (oben Fn. 3) machte der Umfang des Bezugsrechtsausschlusses allerdings rd. 13 % aus.

- ¹⁸³ Vgl. auch die Modellrechnungen bei *Menichetti*, a.a.O. (Fn. 40), S. 1688, 1692, der für verschiedene angenommene Kurszuwächse (20 %, 40 %, 60 %) eine Kapitalverwässerung der Aktionäre in DM/ je Aktie von -2,52; -5,04 und -7,56 errechnet.
- ¹⁸⁴ BGHZ 83, 319, 326.
- ¹⁸⁵ *Karollus*, a.a.O. (Fn. 85), § 221 Rdz. 92.
- ¹⁸⁶ Vgl. oben V. 1.
- ¹⁸⁷ *Schlegelberger*, Aktiengesetz, 3. Aufl. 1939, § 160 Rdz. 6, 8.
- ¹⁸⁸ *Lutter*, a.a.O. (Fn. 155), § 193 Rdz. 12.
- ¹⁸⁹ So der Hauptversammlungsbeschuß der Daimler-Benz AG (oben Fn. 2).
- ¹⁹⁰ *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 121), § 193 Rdz. 6; *Lutter*, a.a.O. (Fn. 155), § 193 Rdz. 12 m. Nachw.
- ¹⁹¹ *Förschle/Kofahl*, Beck'scher Bilanzkommentar, 3. Aufl. 1995, § 272 Rdz. 65; eingehende Machweise zur Bilanzierung von Options- und Wandelanleihen bei *Schumann*, a.a.O. (Fn. 172), S. 82 ff.
- ¹⁹² *Kropff*, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Aktiengesetz, Bd. III, 1973, § 160 Rdz. 88.
- ¹⁹³ *Kropff*, a.a.O., § 160 Rdz. 90; *Claussen*, in: Kölner Komm. zum AktG, Bd. 2, 1. Aufl. 1971, § 160 Rdz. 62; *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, 6. Aufl. 1995, § 285 HGB Rdz. 173; einschränkend zu § 160 AktG a. F. noch v. *Godin/Wilhelmi*, Aktiengesetz, Bd.1, 4. Aufl. 1971, § 160 Anm. 12: Die Einschränkung von Bezugsrechten falle hierunter nur, wenn sie für die Gesellschaft ein Opfer bedeute. Dagegen überzeugend *Kropff*, a.a.O.
- ¹⁹⁴ *Ellrott*, in: Beck'scher Bilanzkommentar, 3. Aufl. 1995, § 285 Rdz. 170.
- ¹⁹⁵ Vgl. nur *Mountain*, a.a.O. (Fn. 30); *Lewellen/Park/Ro*, a.a.O. (Fn. 95).
- ¹⁹⁶ Dazu oben 5.
- ¹⁹⁷ Vgl. oben IV. 5. - Im einzelnen ist - je nach Gestaltung - genauer zu unterscheiden: Ist die Aktienoption mit einer Optionsanleihe verknüpft ("Bezugsrecht"), dann kann dieses Bezugsrecht zwar von der Schuldverschreibung abgespalten werden. In der Regel ist aber nur die Schuldverschreibung, nicht das Optionsrecht für den Vorstand übertragbar. Ist die Aktienoption mit einer Wandelschuldverschreibung verknüpft

("Umtauschrecht"), dann können Option und Schuldverschreibung nicht voneinander getrennt werden. In diesem Fall ist auch die für den Vorstand vorgesehene Schuldverschreibung nicht für den Wertpapierhandel vorgesehen.

¹⁹⁸ *Gericke*, Handbuch für die Börsenzulassung von Wertpapieren (1992), S. 77;
Schwark, Börsengesetz, 2. Aufl. 1994, § 36 Rdz. 35.

¹⁹⁹ Vgl. auch DAI, a.a.O. (Fn. 4), S. 12.

²⁰⁰ Dazu *Semler*, a.a.O. (Fn. 121), S. 609 f.; DAI, a.a.O. (Fn. 4), S. 13 f.
²⁰¹ Dazu oben V.

²⁰² Eingehende Diskussion bei *Hill*, "What reward have ye?" Disclosure of director and executive remuneration in Australia, in: *Company and Securities Law Journal*, Vol. 14 (1996), S. 232 ff.; zu den Nachteilen von disclosure *Jensen/Murphy*, CEO Incentives - It's not how much you pay, but how, in: *Harvard Business Review* 1990, 138, 144 f.

²⁰³ Nachweis empirischer Studien zum Einfluß der Ankündigung von Aktienoptionsprogrammen auf die Börsenkursentwicklung oben Fn. 42.

²⁰⁴ Dazu oben VI. 5. d).

²⁰⁵ Dazu oben VI. 5.

²⁰⁶ Vgl. aber den Vorschlag des DAI, a.a.O. (Fn. 4), S. 14.

²⁰⁷ Ergänzung von § 124 Abs. 3 S. 1 AktG.

²⁰⁸ Vgl. zur gegenwärtigen Rechtslage *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 121), § 131 Rdz. 6 m. Nachw.