

# Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Michael Adams

**„Vorstandsvergütungen“**

Nr. 96



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

# VORSTANDSVERGÜTUNGEN

VON

Universitätsprofessor Dr. Michael Adams, Universität Hamburg

## Übersicht

Ausgehend von den USA haben sich in den letzten Jahren auch in Deutschland astronomische Steigerungen der Vorstandsvergütungen ergeben. Vorreiter waren hier die Vorstände der Mannesmann AG, der Deutschen Bank AG, der DaimlerChrysler AG und der Deutschen Telekom AG. Was zuvor an Reichtum nur als Ergebnis generationenlangen erfolgreichen Unternehmertums zu erwerben möglich war, wurde nun von angestellten Managern in wenigen kurzen Jahren mit Hilfe komplexer und in ihrer wirtschaftlichen Wirkung vor den Eigentümern sorgfältig geheimgehaltener Aktienoptionspläne zusammengerafft. Mit Aktienoptionsplänen wurde zudem häufig ohne jeden sachlichen Grund ein Verfahren gewählt, das für die Aktionäre mit einer maximalen Steuerstrafe verbunden war. Bemerkenswert ist weiterhin, daß den Eigentümern die in die Hunderte von Millionen Euro gehenden Vergütungen von ihren Vorständen ohne jede Gegenleistung in Form einer Unternehmenswertsteigerung abgenommen werden können. Die vorliegende Arbeit zeigt anhand vieler Einzelheiten der in der Praxis verwendeten Aktienoptionsprogramme, daß die Vergütungssysteme nicht so aufgebaut sind, daß sie die ihnen angesonnenen Anreizverbesserungen für die Vorstände auch tatsächlich vermitteln, sondern sich im wesentlichen nur als Ausplünderungsverfahren begreifen lassen. Anhand einer wirtschaftlichen und rechtlichen Einzelanalyse wird gezeigt, daß Aktienoptionspläne nach dem Muster der DaimlerChrysler AG Vergütungsexzesse darstellen, die auf dem Versagen der jeweiligen Unternehmenskontrollstrukturen beruhen wie die um Größenordnungen niedrigeren Vergütungen in vergleichbaren Unternehmen wie der unter effizienter privater Kontrolle arbeitenden BMW AG belegen. Die extremen Einkommen der begünstigten Vorstände sind zudem nicht das Ergebnis eines internationalen Wettbewerbsmarktes um besonders begabte Manager, die sich mit der auf weltberühmte Künstler und Mediengestalten anwendbaren Theorie der Superstars begründen lassen. Es handelt sich vielmehr um die Selbstbedienung unmittelbarer privater Aktionärskontrolle entzogener mächtiger Vorstände.

## Summary

In recent years, corporate Germany has seen large increases in executive compensation corresponding to those in the USA. While in former times wealth in such dimensions was acquired only as the result of successful entrepreneurship over many generations, now executive managers are able to gather riches in a few years. This is especially due to complex stock option plans, with economic outcomes carefully hidden from the owners of the firm. Furthermore, stock option plans come with a maximum tax penalty for the shareholders. Moreover, the owners give away hundreds of millions of Euros in executive compensation without ever receiving an equivalent in form of an increase in shareholder value. By using evidence from existing stock option plans and the example of DaimlerChrysler AG, the paper presented shows that these compensation schemes are not so much improving incentives in a principal-agent framework rather than exploitation tools. Legal and economic analysis come to the conclusion that the observed cases of excess compensation result from defective corporate governance mechanisms. A comparison to firms working under efficient private control like BMW AG shows much lower compensation levels than in companies without strong private shareholders. The observed extreme income levels of board members are not the result of global competition for talented managers which could be explained by the theory of superstars, but the result of self serving executives who profit from a lack of shareholder control.

## VORSTANDSVERGÜTUNGEN

### A. Einleitung

### B. Vorstandsvergütungen in Deutschland

1. Die Vorstandsvergütung im Fall Esser bei Mannesmann/Vodafone
2. Der Vergleich der Vorstandsvergütungen in der Andersen Studie
  - a. Der Vergleich der Gesamtvergütungen
  - b. Die Lückenhaftigkeit der öffentlichen Angaben zur Gesamtvergütung
  - c. Vergütungsvergleich im Mannesmannszenario
3. Jährliche Neufestsetzung und Änderung bestehender Bezugskurse bei Aktienoptionen
4. Die Vergütungsgeschehnisse in den USA

### C. Mögliche Gründe für die beobachteten Vergütungspraktiken

1. Die Hypothese von der Anreizvergütung
2. Ökonomische Theorie der Superstars als Rechtfertigungsgrund extremer Vorstandsvergütungen
3. Analyse der Ausplünderungshypothese unter besonderer Berücksichtigung von Aktienoptionsplänen:
  - a. Der Gebrauch von Vorstandsoptionen in den USA
    - aa. Die Abwesenheit indexierter Optionen
    - bb. Rechnungslegung nach US-Recht und indexierte Optionen
    - cc. Zulässigkeit der Aufhebung der Anreize von Aktienoptionsplänen durch Gegengeschäfte
    - dd. Zu niedrige Optionsausübungspreise
    - ee. Die Verteilung der Aktienoptionen nach Macht statt nach Anreizen
  - b. Empirische Untersuchungen zur Wirkung von Aktienoptionsplänen
  - c. Die Diskussion um die richtige Verbuchung von Aktienoptionen
  - d. Der Vergütungsvergleich mit Unternehmen ohne Managementkontrollprobleme

### D. Die gerichtliche Überprüfbarkeit der Vergütungsentscheidungen und Fragen der Haftung bei Aktienoptionsplänen

1. Gerichtliche Überprüfbarkeit von Vergütungsentscheidungen des Aufsichtsrates
2. Die Vergütungsobergrenze nach § 87 AktG
3. Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat für Optionsprogramme
  - a. Das Aktienoptionsprogramm der DaimlerChrysler Aktiengesellschaft
  - b. Unzulässige Exzeßvergütung im Fall Mannesmann

### **E. Die Rechtspolitik in der Vergütungsfrage**

1. Das Scheitern der Regierungskommission Corporate Governance an der Kodexkommission in der Frage der Vergütungstransparenz
2. Rechtspolitische Schlußfolgerungen

### **F. Zusammenfassende Schlußbemerkungen**

## VORSTANDSVERGÜTUNGEN\*

von

**Michael Adams**

In den USA verdiente der Chief Executive Officer eines S&P 500 Unternehmens 1970 insgesamt rund 30 mal mehr als ein durchschnittlicher Industriearbeitnehmer. Im Jahre 1996 war es 210 mal mehr.

*Kevin Murphy*

„The most difficult issues of political economy are those where goals of efficiency, freedom of choice, and equality conflict. It is hard enough to propose an intellectually defensibly compromise among them, even harder to find a politically viable compromise.“

*James Tobin 1970*

„Fragen sind nie indiskret. Antworten zuweilen.“

*Oskar Wilde*

„Society needs to condemn a little more and understand a little less.“

*John Major, Britischer Premierminister*

### **A. Einleitung**

Es gehört zu den überlieferten Weisheiten der Wirtschaftswissenschaften, daß die Ungleichheit der Einkommen ein nicht vermeidbares Beiprodukt eines Systems von Anreizen sind, die Leistung und Erfolg belohnen. Der mit dieser Festschrift verehrte Jubilar wurde nach seiner Rückkehr aus den USA zu einem der jüngsten Ordinarien Deutschlands ernannt. So muß es erstaunen, daß der gesamte irdische Lohn eines international hochangesehenen Wissenschaftlerlebens derart weit hinter der Vergütung eines beliebigen Vorstandsmitgliedes einer größeren Aktiengesellschaft zurückbleibt, daß es nur noch als ein gehobenes Trinkgeld erscheint.

Dieser Aufsatz soll daher erörtern, ob sowohl die astronomischen Höhen, die Vorstandsvergütungen in Deutschlands großen Aktiengesellschaften nunmehr erreicht haben, als auch ihr Abstand zu anderen Leistungsträgern ähnlicher und größerer Verantwortung letztlich hingenommen werden müssen, um die Vorstände zu den benötigten Höchstleistungen anzuspornen. Es geht somit um die Frage, ob in diesen Fällen die schwierige Abwägung zwischen Gleichheit und Effizienz ansteht oder ob es

---

\* Universitätsprofessor an der Universität Hamburg am wirtschaftswissenschaftlichen Fachbereich.

sich bei den millionenschweren Managervergütungen um die zunehmend pandemisch gewordene „amerikanische Krankheit“ in Form der Ausplünderung von Unternehmen durch die Unternehmensverwaltung mit Hilfe komplexer Vergütungssysteme handelt, der mit Hilfe des Aktienrechts entgegengetreten werden muß<sup>1</sup>.

Um eine Vorstellung von den tatsächlichen Vorgängen bei den Vorstandsvergütungen zu erhalten, soll die Analyse zunächst den Fall des Vorstandsvorsitzenden Esser der Mannesmann/Vodafone AG behandeln, bei dem insgesamt rund 61 Millionen DM an Esser gezahlt wurden und die Anlaß für eine in der Presse veröffentlichte vom Beratungsunternehmen Andersen angestellte Untersuchung zu den Vergütungen anderer Vorstände wichtiger deutscher Weltunternehmen gab. Trotz einiger zuvor schon in der Presse behandelte und mit Mißständen behafteter, von Wenger mit Hilfe der Gerichte zu Fall gebrachte Aktienoptionspläne bei DaimlerChrysler und der Deutschen Bank und den immer offensichtlicher werdenden Skandalen in den USA, begann erst mit dem Fall Esser eine breite öffentliche Diskussion der deutschen Vorstandsgehälter<sup>2</sup>.

## **B. Vorstandsvergütungen in Deutschland**

### **1. Die Vorstandsvergütung im Fall Esser bei Mannesmann/Vodafone**

Nach der Schilderung in den Medien<sup>3</sup> ergibt sich folgendes Bild vom Fall Mannesmann: Der spätere Vorstandsvorsitzende Esser trat im Jahre 1977 in die Mannesmann AG ein und wurde im Jahre 1994 zum Mitglied des Vorstandes mit dem Bereich Finanzen durch den Aufsichtsrat der Mannesmann AG bestellt. Seit dem Jahre 1995 wurde die Mannesmann AG zu einem Telekommunikationsunternehmen umgebaut. Esser leitete dabei Projekte zum Ausbau der Telekommunikation. Ab Februar 1998 war Esser zusätzlich zu seiner Aufgabe als Finanzvorstand auch zuständiges Vorstandsmitglied für den Bereich Telekommunikation und zusätzlich stellvertretender Vorsitzender des Vorstandes. Im November 1998 bestellte der Aufsichtsrat Esser mit Wirkung ab Ablauf der Hauptversammlung am 28.5.1999 zum Vorsitzenden des Vorstandes der Mannesmann AG und bestellte ihn überdies für die Zeit vom 1.7.1999 bis 30.6.2004 erneut als Mitglied des Vorstandes. Die Vergütung von Esser stellte sich wie folgt dar: Esser erhielt zum einen ein jährliches *Festgehalt* von DM 1,25 Mio. Ab dem 1.6.1999 wurde dieses auf DM 1,4 Mio. erhöht. Darüber hinaus waren verschiedene variable, anreizgebende Vergütungsbestandteile vorgesehen. Zunächst war eine jährliche Bonuszahlung vereinbart, deren Höhe sich vornehmlich nach dem Grad der Erreichung bestimmter, im einzelnen festgelegter Wertsteigerungsziele richtete: Rendite auf das Bruttobetriebsvermögen und des Ergebnisses je Aktie. Bei maximaler Zielerreichung war eine *jährliche* Bonuszahlung in

---

<sup>1</sup> Ausgehend von den USA haben die als entscheidenden Treiber von Vorstandsbezügen genutzten Aktienoptionsprogramme inzwischen weltweit bei den Vorstandsvergütungen großen Anklang gefunden, vgl. Tower's Perrin, Worldwide Total Remuneration Report 1997.

<sup>2</sup> Für frühe Kritik und Warnung an der Möglichkeit einer Selbstbereicherung der Vorstände mit Hilfe von Aktienoptionsprogrammen vgl. M. Adams, Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997, Sonderheft, Die Aktiengesellschaft, August 1997, S. 21 f.; T. Baums, aaO. S. 35 f.; M. Lutter, aaO. S. 56; E. Wenger, aaO. S. 63 f. jeweils mwN.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu insbesondere Handelsblatt v. 5.11.2001, S. 13 und FAZ v. 2.11.2001, S. 22.

Höhe von zwei Jahresgehältern vorgesehen, die nach dem Ermessen des Aufsichtsrates, insbesondere unter Berücksichtigung „qualitativer Gesichtspunkte“, überdies um bis zu 25 Prozent erhöht oder um bis zu 25 Prozent gesenkt werden konnte. Neben der jährlichen Bonuszahlung war außerdem - gleichfalls in Abhängigkeit von dem Grad der Erreichung bestimmter Wertsteigerungsziele festgemacht an der Rendite auf das Bruttobetriebsvermögen und des Ergebnisses je Aktie - eine *mittelfristige Bonuszahlung* bezogen auf einen Vierjahreszeitraum, vorgesehen, wobei sich der Aufsichtsrat der Mannesmann AG auch insoweit vorbehielt, den nach Maßgabe des Grades der Zielerreichung ermittelten Betrag um bis zu 25 Prozent zu erhöhen oder aber um bis zu 25 Prozent abzusenken. Die Höhe der Bonuszahlung hing von der Erreichung eines bestimmten Zielniveaus ab, gekennzeichnet durch ein sog. „Szenario Plan“ sowie ein sog. „Szenario Stretch“. Bei Verfehlung des Zielniveaus gemäß „Szenario Plan“ sollte keine mittelfristige Bonuszahlung erfolgen. Bei Erreichen des Zielniveaus gemäß „Szenario Plan“ sollte ein Bonus in Höhe von drei Jahresgehältern, bei Erreichen des Zielniveaus gemäß „Szenario Stretch“ ein Bonus in Höhe von sechs Jahresgehältern gezahlt werden. Neben Fixum und jährlicher sowie mittelfristiger Bonuszahlung war des weiteren eine *bedingte Zuteilung von Mannesmann-Aktien* im (Kurs-)Wert von - im Zeitpunkt der bedingten Zuteilung - 0,4 Jahresgehältern vereinbart (sog. „tentative shares“). Die Übereignung der am 15.1.1999 bedingt zugeteilten 2.479 Mannesmann-Aktien sollte nach drei Jahren nach Maßgabe objektiver oder nach dem Ermessen des Aufsichtsrates festgestellter Erreichung bestimmter Wertsteigerungsziele gemäß „Szenario Plan“ erfolgen. Da die Aktien bei Übereignung als Sachbezüge zu versteuern waren, wurde überdies als Steuerausgleich eine Auszahlung des Bruttowertes der Aktien bei Übereignung in bar vereinbart. Der seit dem 1.1.1999 geltende Anstellungsvertrag von Esser endete nach der vertraglichen Vereinbarung mit dem Ende der Bestellung von Esser als Mitglied des Vorstandes am 30.6.2004 und konnte vor Ablauf dieses Zeitraums nur aus wichtigem Grund gekündigt werden. Zur Frage der Abfindung im Falle einvernehmlicher Vertragsaufhebung auf Initiative des Aufsichtsrates, etwa anlässlich eines Kontrollwechsels, traf der Anstellungsvertrag von Esser keine Regelung.

Im Mai 1999 übernahm die Mannesmann AG das deutsche Telekommunikationsunternehmen o.tel.o und im Juni 1999 das italienische Telekommunikationsunternehmen Omnitel und Infostrada. Am 1.11.1999 gab die Mannesmann AG ein Übernahmeangebot auf das britische Telekommunikationsunternehmen Orange plc ab und erwarb in Durchführung dieses Angebotes am 22.11.1999 die Aktienmehrheit an der Orange plc. Im Zuge der Umsetzung des Übernahmeangebotes wurde der Konzern Hutchison Whampoa aus Hongkong infolge Umtausches der von ihm gehaltenen Orange-Aktien in Mannesmann-Aktien mit einer Beteiligung in Höhe von 10,2 Prozent größter Aktionär der Mannesmann AG. Bei Umtausch der zum Tausch eingereichten Orange-Aktien in Mannesmann-Aktien am 22.11.1999 lag der Börsenkurs der Mannesmann-Aktie bei 186,2 Euro.

Nach dem Übernahmeangebot der Mannesmann AG auf die Orange plc gab am 14.11.1999 das britische Telekommunikationsunternehmen Vodafone seine Absicht bekannt, ein Übernahmeangebot auf die Mannesmann AG abzugeben. Der Kurs der

Mannesmann-Aktie lag bei Bekanntwerden der Möglichkeit eines Übernahmeangebotes seitens Vodafone am 22.10.1999 laut „Financial Times“ bei 141,3 Euro und damit um ca. 7 Prozent über dem Börsenkurs von 132,1 Euro bei Beginn des Vorstandsvorsitzes von Esser am 28.5.1999. Der anschließende Übernahmekampf währte bis Anfang Februar 2000. Am 10.12.1999, der Börsenkurs der Mannesmann-Aktie lag zu diesem Zeitpunkt bei 230,68 Euro, stellte der Ausschuß für Vorstandsangelegenheiten des Aufsichtsrates der Mannesmann AG im Hinblick auf eine mögliche Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone hinsichtlich des Anstellungsvertrages von Esser klar, daß bei einer auf Veranlassung des Aufsichtsrats erfolgenden vorzeitigen Beendigung (scil. des Anstellungsvertrages) Gehalt und Bonus für die Restlaufzeit der Bestellperiode (d.h. bis 30.6.2004) als Abfindung ausbezahlt werden. Am 16.01.2000, der Kurs der Mannesmann-Aktie lag bei 257,15 Euro, wurde Esser durch Beschluß des Ausschusses für Vorstandsangelegenheiten der Mannesmann AG die Zuwendung eines Bonus' in Form eines Paketes von Mannesmann-Aktien, das zum Kurswert von Anfang Januar 2000 3 Mio. Euro ausmachte, für den Fall zugesagt, daß der Xetra-Schlußkurs der Mannesmann-Aktie im Juli 2001 an mindestens 10 Handelstagen 350 Euro erreicht oder überschreitet. Weiterhin legte der Ausschuß für Vorstandsangelegenheiten für Esser und seine Vorstandskollegen fest, daß sich aus den vorstehend wiedergegebenen Regelungen keine Ansprüche ergeben, sollte die Zugehörigkeit eines oder mehrerer Herren des Vorstandes als Folge des Übernahmeangebots von Vodafone enden. Der Aktienbonus wurde zu diesem Zeitpunkt geschaffen, da Esser gegenüber Aktionären und Öffentlichkeit im Dezember 1999 zur Beschreibung des Wertsteigerungs-Potentials von Mannesmann die Erwartung genannt hatte, der Aktienkurs werde bis Mitte 2001 auf 350 Euro steigen. Auf Vorschlag von Esser wollte der Ausschuß für Vorstandsangelegenheiten deshalb einen Anreiz für die Vorstandsmitglieder des Bereichs Telekommunikation an dieses für die Entscheidung im Übernahmekampf für wichtig gehaltene Ziel knüpfen. Der Börsenkurs der Mannesmann-Aktie lag zum Ende des Übernahmekampfes am 4.2.2000 bei 322,5 Euro. Dies bedeutete im Vergleich zum Börsenkurs bei Bekanntwerden der Möglichkeit eines Übernahmeangebotes seitens Vodafone am 22.10.1999 von 141,3 Euro einen Anstieg um ca. 128 Prozent. Während des gesamten Zeitraumes zwischen dem Beginn der Amtsübernahme des Vorstandsvorsitzes von Esser im Mai 1999 und dem Ende des Übernahmekampfes im Februar 2000 lag der relative Börsenkurs der Mannesmann-Aktie stets erheblich über dem Branchenindex DJ Euro Stoxx Telecom sowie dem relativen Börsenkurs der Aktie der Deutsche Telekom AG.

Nach dem Erfolg des Vodafone-Übernahmeangebotes wurde dem Ausschuß für Vorstandsangelegenheiten der Mannesmann AG der Vorschlag unterbreitet, Esser solle auf Initiative des Großaktionärs (scil. der Mannesmann AG) Hutchison Whampoa und nach einer zwischen Hutchison und Vodafone getroffenen Abstimmung eine Anerkennungsprämie in Höhe von GBP 10 Mio. erhalten. Der Vorschlag zur Zahlung einer „Anerkennungsprämie“ an Esser in Höhe von GBP 10 Mio. stammte von dem Mitglied des Aufsichtsrates der Mannesmann AG Herrn Fok, dem Managing Director des Hongkonger Konzerns Hutchison Whampoa, dem seit Übernahme der Orange plc größten Aktionär der Mannesmann AG, der den Vorschlag und auch die Höhe der vorgeschlagenen „Prämie“, mit dem indirekten Hauptaktionär von Hutchison, Li Ka-shing, abgestimmt hatte. Der Ausschuß für



Vorstandsangelegenheiten stimmte dem Vorschlag der Zuwendung einer „Anerkennungsprämie“ an Esser in Höhe von GBP 10 Mio. in seiner Sitzung vom 4.2.2000 zu. Der Ausschuß wiederholte die Beschlußfassung ausdrücklich noch einmal in einem Umlaufbeschluß unter dem Datum vom 28.2.2000. Esser wurde demgemäß im März 2000 eine „Anerkennungsprämie“ in Höhe von DM 32 Mio., umgerechnet GBP 10 Mio., ausbezahlt.

Vodafone als neue Mehrheitsaktionärin der Mannesmann AG war an einer Erfüllung des bis 30.6.2004 laufenden Anstellungsvertrages von Esser nicht interessiert. Esser stimmte einer einvernehmlichen Beendigung der Bestellung zum Vorstandsmitglied sowie des Anstellungsvertrages zu und schied im Juni 2000 aus dem Vorstand der Mannesmann AG aus. Als Abfindung erhielt er auf der Grundlage der am 10.12.1999 getroffenen Abfindungsregelung infolge der Auszahlung seines Vertrages für die Restlaufzeit eine Zuwendung der Mannesmann AG im Wert von insgesamt rund DM 29 Mio., wobei der Berechnung der auszuzahlenden Bonusvergütungen jeweils eine maximale Zielerreichung zugrunde gelegt wurde. Von der Gesamtsumme in Höhe von rund DM 29 Mio. entfielen auf die Auszahlung des Festgehältes für den Rest des Beststellungszeitraums (01.06.2000 – 30.06.2004 = 49 Monate) ( $DM\ 1,4\ Mio. / 12 \times 49 =$ ) rund DM 5,7 Mio., auf die Auszahlung der jährlichen Bonuszahlungen für den Rest des Beststellungszeitraums ( $(DM\ 1,4\ Mio. \times 2) / 12 \times 49 =$ ) rund DM 11,4 Mio., auf die Auszahlung der auf einen Vierjahreszeitraum seit Vertragsbeginn am 1.1.1999 bezogenen mittelfristigen Bonuszahlung ( $DM\ 1,4\ Mio. \times 6 =$ ) DM 8,4 Mio. und auf die Übereignung der am 15.01.1999 bezogen auf einen Dreijahreszeitraum bedingt zugeteilten 2.479 Mannesmann-Aktien („tentative shares“), die unter Zugrundelegung des Umtauschverhältnisses des Vodafone-Übernahmeangebotes (58,96 Vodafone-Aktien für eine Mannesmann-Aktie) in 146.162 Vodafone-Aktien „umgetauscht“ wurden, sowie die Auszahlung ihres Barwertes auf der Basis des Kurses vom 6.3.2000 zusammen rund DM 3,6 Millionen.

Insgesamt wurden damit Esser im Jahre 2000 aus der Unternehmenskasse Mannesmann eine Abfindung von rund DM 29 Millionen und DM 32 Millionen Anerkennungsgebühr gezahlt, zusammengenommen also DM 61 Millionen. Dieser Vorgang und die außerordentliche Höhe der Zahlungen hat große Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit gefunden und zu Ermittlungen der Staatsanwaltschaft gegen Esser und den Ausschuß für Vorstandsangelegenheiten des Aufsichtsrates der Mannesmann AG geführt.

## **2. Der Vergleich der Vorstandsvergütungen in der Andersen Studie**

### **a. Der Vergleich der Gesamtvergütungen**

Die Verteidigung von Esser und des verantwortlichen Ausschusses für Vorstandsangelegenheiten der Mannesmann AG erfolgte insbesondere über die Argumentation, daß die Höhe der Zahlungen von insgesamt DM 61 Millionen nicht außergewöhnlich sei und durch die Bezüge vergleichbarer Vorstände in einer ähnlichen Lage übertroffen werde, damit marktgerecht und rechtmäßig im Sinne des § 87 AktG sei. Zu diesem Zweck wurde von Mannesmann/Vodafone ein vergleichendes Gutachten bei der Unternehmensberatung Andersen, Frankfurt in Auftrag gegeben, dessen sorgfältig erarbeiteten Ergebnisse im Rahmen der

Verteidigung von Esser den Weg in die Presse fanden und hier um weitere Angaben und Analysen ergänzt wiedergegeben werden sollen.

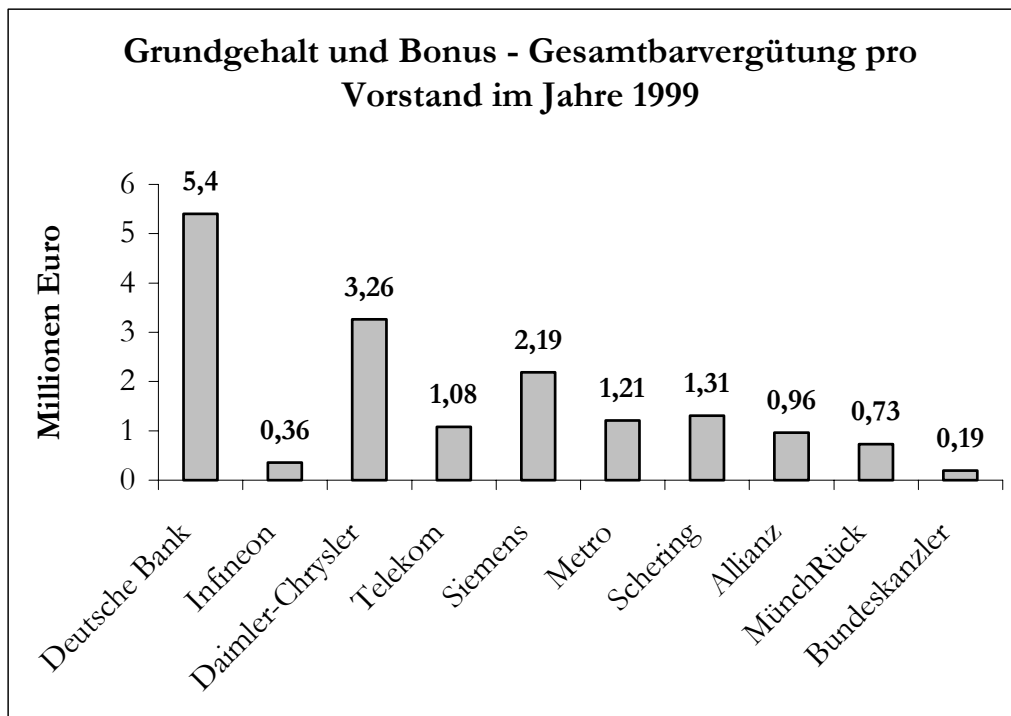
Für das Verständnis der üblichen Vergütungsstrukturen ist zu beachten, daß sich die *Gesamtvergütung* eines jeden Vorstandsmitgliedes aus dem *Grundgehalt*, den *Boni* und den zusätzlich gewährten *Optionen* oder deren wirtschaftlichen Äquivalenten (SAR's, Wertsteigerungsrechten) ergibt:

$$\text{Gesamtvergütung} = \text{Grundgehalt} + \text{Boni} + \text{Optionsrechte}^4.$$

Dabei werden Grundgehalt + Boni als die *Gesamtbarvergütung* bezeichnet.

Die folgenden beiden Graphiken geben die Gesamtvergütung des Bundeskanzlers und die Gesamtbarvergütung der Vorstände einiger wichtiger Unternehmen für die Jahre 1999 und 2000 an, aus der bereits ein erheblicher Anstieg der Barvergütungen deutlich wird, der in den Einkommenssteigerungen anderer Bevölkerungsgruppen keine Entsprechung hat.

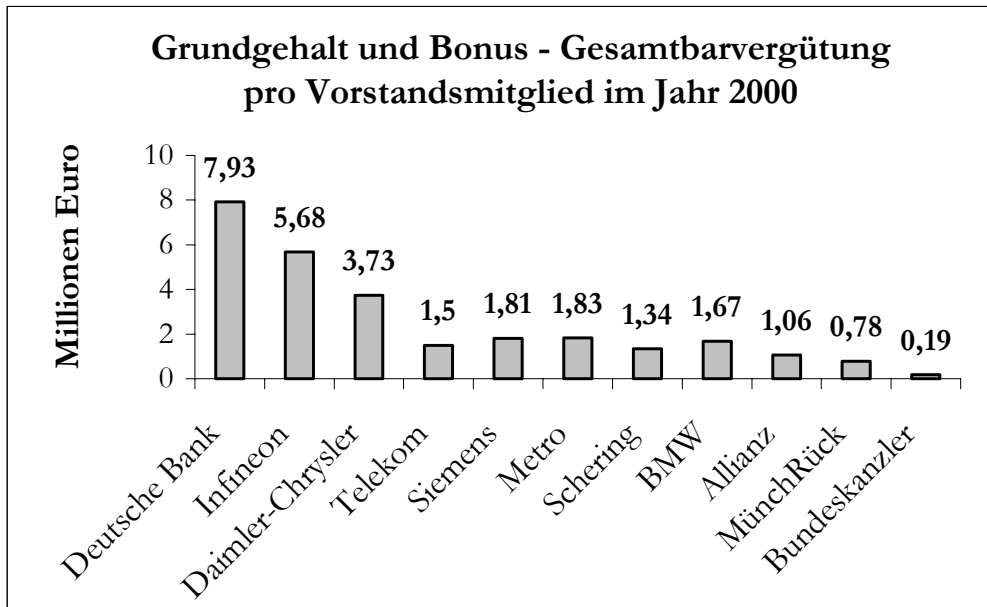
Die erste Graphik stellt die pro-Kopf im Jahre 1999 erzielte Gesamtbarvergütung<sup>5</sup> der Vorstände verschiedener Unternehmen und zum Vergleich die Gesamtvergütung des Bundeskanzlers dar.



<sup>4</sup> Anstelle von Optionsrechten können auch andere als „Long Term Incentives“ bezeichnete Vergütungen gewährt werden. Hierzu zählen Wertsteigerungsrechte, virtuelle Optionen oder virtuelle Aktien. Diese wurden zur Vergleichbarmachung in ihre Barwerte umgerechnet.

<sup>5</sup> Diskontierungszinssatz: 6%.

Die zweite Graphik gibt die im Jahre 2000 erzielte *Barvergütung* an. Bemerkenswert angesichts der negativen Ergebnisse der Aktie ist die Gehaltssteigerung bei der deutschen Telekom von 1,08 Millionen Euro auf 1,5 Millionen Euro pro Vorstandsmitglied, also um rund 50 Prozent.



Die voran stehenden Übersichten erfassen noch nicht die gesamte Vergütung der Vorstände, da sie die den einzelnen Vorständen gewährten *Optionswerte* nicht beinhalten. Optionsrechte sind eine neuere Form der Vergütung. Sie sind für den extremen Anstieg der Vorstandsgehälter in den USA und nunmehr auch Deutschland verantwortlich. In der Fußnote werden die im Rahmen von Optionen verwendeten Begriffe erläutert<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Die Definitionen wurden dem Entwurf des Deutschen Rechnungslegungsstandard Nr. 11 – E DRS 11 – zur Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entgeltformen, entnommen:

**Begriffsklärungen:** Unter einem *Aktienoptionsplan* wird eine Vereinbarung verstanden, die ein Entgelt durch die Gewährung von Optionen auf Aktien des Unternehmens vorsieht. Unter dem *Ausübungszeitraum* wird der Zeitraum verstanden, innerhalb dessen Aktienoptionen ausgeübt werden können. Der *Ausübungszeitraum* beginnt mit dem Ende der Sperrfrist. Der *Bezugskurs* ist der Betrag, den der Berechtigte bei der Ausübung einer Option an das Unternehmen entrichten muß, um eine Aktie zu erhalten. Das *Erwerbsrecht* ist das Recht auf Bezug von Aktien des Unternehmens. Der *Gesamtwert* (fair value) ist der Wert einer Aktienoption, der den Gegenwartswert des möglichen Ausübungsgewinnes einer Option darstellt. Er ist der (Markt-)Wert, zu dem die Option am Kapitalmarkt erworben oder veräußert werden könnte. *Innerer Wert* einer Option (intrinsic value) ist der Betrag, um den der aktuelle Aktienkurs den vereinbarten Bezugskurs einer Aktienoption übersteigt. Liegt der Aktienkurs unter dem vereinbarten Bezugskurs ist der innere Wert null. Der innere Wert ist der Wert, den der Inhaber einer Aktienoption beimessen würde, wenn er sofort über die Ausübung entscheiden müßte. Am Ende der Laufzeit der Aktienoption entspricht der innere Wert dem Wert der Option. *Laufzeit* ist der Zeitraum von der Gewährung der Option bis zum letzten Zeitpunkt, zu dem die Option ausgeübt werden kann. Die Laufzeit ist üblicherweise in

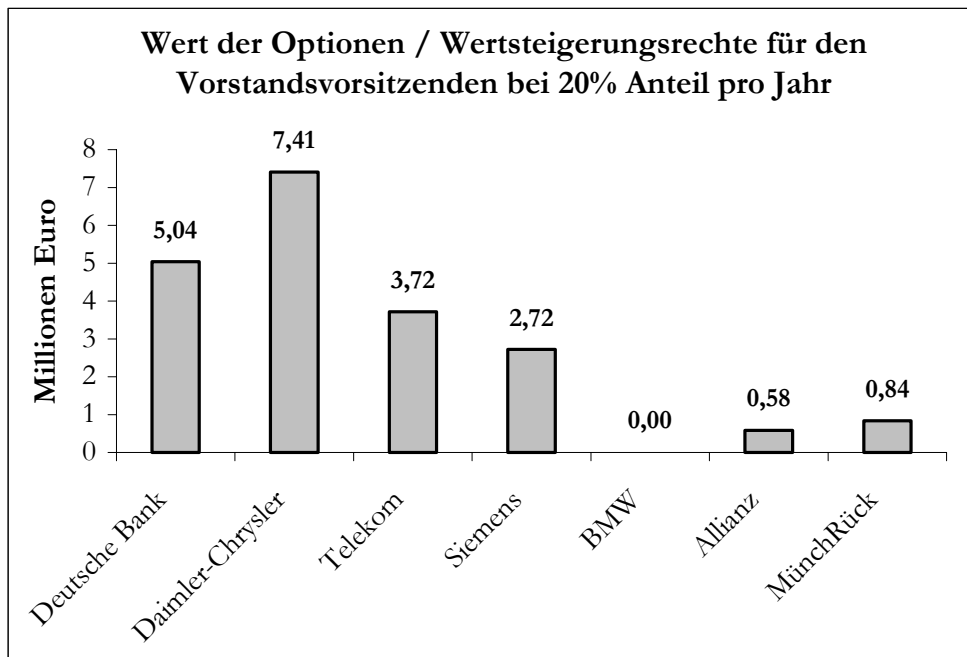
Erst zusammen mit den *Optionsrechten* ergibt sich die als Barwert berechnete Gesamtvergütung der jeweiligen Vorstandsmitglieder pro Kopf und pro Jahr. Hierzu muß man die in Deutschland lediglich als Gesamtsumme angegebene Barvergütung des Gesamtvorstandes durch die Anzahl der Mitglieder des Vorstandes teilen und anschließend die üblicherweise gleichfalls nicht angegebenen Werte der gewährten Optionsprogramme nach der finanzmathematischen Formel von Black-Scholes berechnen und zum Wert der Gesamtbarvergütung hinzuzählen. Zur Vereinfachung der Berechnung wird die hier ausgewiesene Vergütung pro Vorstand pro Jahr in Form von Jahresringen errechnet: dies besagt, daß die für mehrere Jahre ausgegebenen Optionen linear auf die einzelnen Jahre verteilt werden und dann deren Wert nach Black-Scholes berechnet wird<sup>7</sup>. Bei den Black-Scholes-Werten handelt es sich um die Barwerte der Optionen. Diese Werte werden unter bestimmten, naturgemäß nicht immer vollständig zutreffenden Annahmen<sup>8</sup> errechnet, sind jedoch von den standardsetzenden Rechnungslegungsinstitutionen in den USA und Deutschland anerkannt. Die theoretischen Einschränkung ihrer Verwendbarkeit ist für die in dieser Arbeit angestellten Überlegungen ohne Bedeutung.

---

eine Sperrfrist und einen Ausübungszeitraum eingeteilt. Leistungszeitraum (service period) ist der Zeitraum, innerhalb dessen die Gegenleistung des Berechtigten erbracht wird. *Sperrfrist* ist der Zeitraum, innerhalb dessen die Ausübung der Option nicht erlaubt ist. *Stillhalter* ist diejenige Partei, die bei Ausübung einer Aktienoption die Aktie zum vereinbarten Bezugskurs liefern muß. *Zeitpunkt der Ausübung* (exercise date) ist der Zeitpunkt, zu dem der Berechtigte einer Aktienoption diese ausübt und für die Hingabe des vereinbarten Bezugskurses eine Aktie erhält. *Zeitpunkt der Gewährung* (grant date) ist der Zeitpunkt, zu dem das Unternehmen dem Empfangsberechtigten Aktienoptionen rechtlich bindend gewährt. *Zeitwert* ist der Betrag, um den der Gesamtwert einer Option deren inneren Wert übersteigt.

<sup>7</sup> Wenn somit bei 5 Vorstandsmitgliedern 1 Million Aktien für ein 5 Jahre laufendes Aktienoptionsprogramm für den Vorstand ausgegeben werden, werden diese auf die einzelnen Mitglieder verteilt (pro Vorstand also 200 000 Aktien) und linear auf die Jahre zugerechnet (bei Fünfjahresverträgen pro Vorstand pro Jahr also 40 000) und dann nach Black-Scholes berechnet und mit 6% abgezinst. Die genaue prozentuale Verteilung der Optionen wird jedoch häufig vom Aufsichtsrat je nach Börsenkurs, Lage des Unternehmens nicht-linear festgesetzt. Wesentliche Abweichungen ergeben sich für die in dieser Arbeit zu diskutierende Frage hierdurch nicht. Weiterhin ist es nicht unüblich, daß der Vorstandsvorsitzende eine höhere Anzahl von Optionen als seine Vorstandskollegen erhält. In der Praxis erhält er rund 20 Prozent aller auf den Vorstand entfallenden Optionen. Das obige Beispiel ist unter dieser Annahme gerechnet.

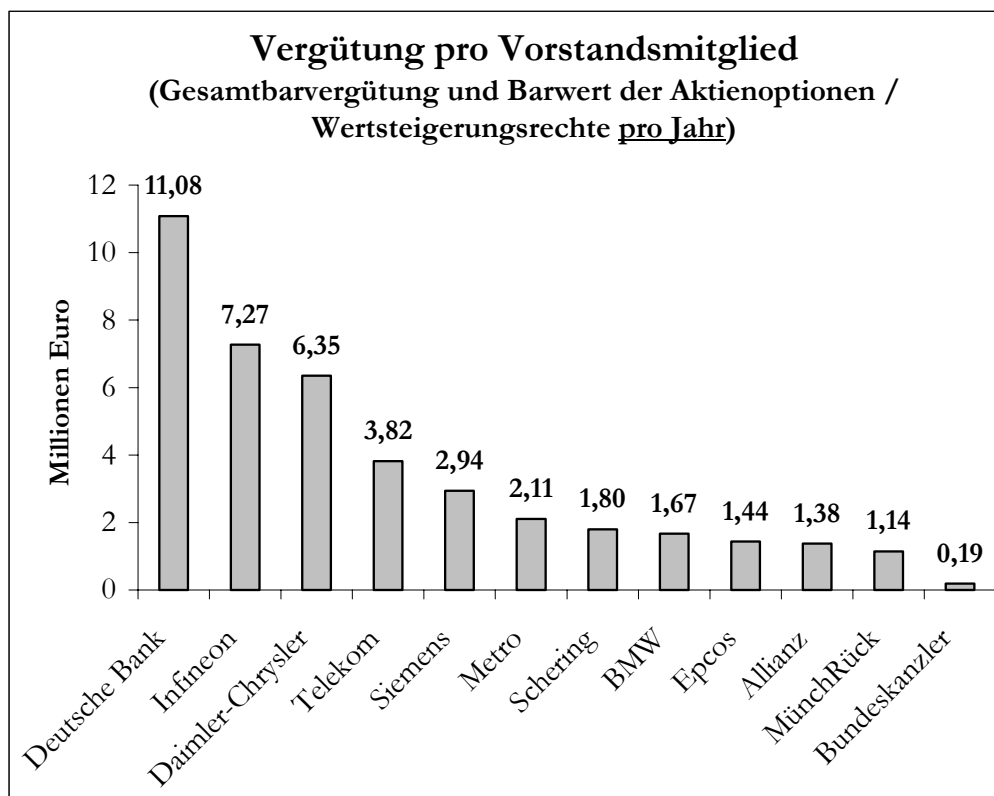
<sup>8</sup> Vgl. hierz J.D. MacBeth / L.J. Merville, An empirical Examination of the Black-Scholes Call Option Pricing Model, Journal of Finance, 1979; M. Rubinstein, Nonparametric Tests of Alternative Option Pricing Models Using All Reported Trades and Quotes of the 30 Most Active CBOE Option Classes from August 23 1976 through August 31, 1978, Journal of Finance, 1985.



Ein Vergleich der Zahlen zeigt, daß der BMW Vorstand – und natürlich der Bundeskanzler - ohne Aktienoptionsprogramm auskommen muß, sich die entsprechenden Vergütungszahlen bei Hinzunahme der Optionsprogramme somit nicht ändern.

Bemerkenswert ist weiterhin, daß die DaimlerChrysler AG keinen kontrollierenden privaten Aktionär kennt, während es sich bei der BMW AG um ein von einer privaten Großaktionärsfamilie straff kontrolliertes Unternehmen handelt, die darauf achtet, daß sich die Vergütungen der Mitarbeiter gruppenweit im Rahmen bewegen. So sind bei der BMW AG keine Aktienoptionspläne in Gebrauch. Der Grund hierfür besteht darin, daß sich die privaten Großaktionäre davor hüten werden, daß sie durch die Aktienoptionspläne ihrer eigenen Angestellten unangemessene Vergütungshöhen im Vergleich zu anderen Mitarbeitern herbeiführen und gegebenenfalls unter wichtige aktienrechtlich bedeutsame Schwellenwerte herabgedrückt zu werden. So sind vermögende Aktionäre wie die Quandt-Familie an einer großen Zahl von Unternehmen direkt und über die BMW AG indirekt beteiligt. Jede Kapitalerhöhung in einem dieser Unternehmen hat damit auch Bedeutung für andere Beteiligungen. Private Großaktionäre lassen sich daher bereits aus diesem Grund nicht derartige gefährliche und komplizierende Vergütungssysteme gefallen.

Nimmt man somit die Barwerte aus den Aktienoptionsplänen hinzu, ergeben sich die von den Vorständen im jeweiligen Jahr erzielten Gesamtvergütungen. Die folgenden Zahlen zeigen die anhand öffentlicher Daten und aus den Geschäftsberichten ermittelbaren Gesamtvergütungen der Vorstände einiger wichtiger deutscher Unternehmen und des Bundeskanzlers.



**b. Die Lückenhaftigkeit der öffentlichen Angaben zur Gesamtvergütung**

Allerdings gilt es bei den zuvor dargelegten Zahlen zu beachten, daß diese nicht die Gesamtvergütung einzelner Vorstandsmitglieder richtig widerspiegeln müssen. So gibt es keinerlei Verpflichtung, daß die Vorstandsvergütung an irgendeiner Stelle für den ganzen Konzernverbund konsolidiert veröffentlicht werden muß. So wäre es etwa denkbar, daß aus Sorge um Unruhe bei den eigenen Angestellten und Aktionären in der Muttergesellschaft verbundene Unternehmen veranlaßt werden, wirtschaftlich indirekt einen Teil der Vergütung der Vorstandsmitglieder der Muttergesellschaft aufzubringen. Damit erscheint der Vorstand in der berichtspflichtigen Mutter als vornehm und bescheiden, während sich die wirkliche Vergütung dank des Geschehens in den Töchtern auf das zehnfache beläuft.

Damit kann festgehalten werden, daß ohne eine Angabeverpflichtung einer konsolidierten Vergütung aus allen Quellen ein wahrhaftiges Bild der Vorstandsvergütung in Deutschland nicht entstehen kann. Damit ist die Publikumsgesellschaft in Streubesitz der Gefahr der Ausbeutung durch die Unternehmensverwaltung ausgesetzt. Nur ein den Konzern kontrollierender privater Großaktionär wird verlässlich verhindern, daß es zu versteckten Bereicherungen kommt. Für die Zahlen des Beispiels bedeutet dies, daß z.B. die Zahlen des Bundeskanzlers und diejenigen der BMW AG als sicher und verlässlich anzusehen

sind, während für viele andere Unternehmen die in der Öffentlichkeit genannte Zahlen nur die Mindestvergütung darstellen.

### c. Vergütungsvergleich im Mannesmannszenario

In den USA haben insbesondere die astronomischen Vergütungen der Chief Executive Officer (CEO) große Beachtung gefunden. Bemerkenswert ist dabei, daß die CEO's den Löwenanteil der auf den gesamten Vorstand entfallenden Vergütung an Optionen für sich selbst behalten. Die Anteile an den Optionen für den CEO bei den großen Telekommunikationsunternehmen schwanken in den USA zwischen 28 und 48 Prozent, mit rund 40 Prozent als Median.

Zur vergleichenden Analyse sollen daher im Rahmen des Mannesmannfalles auch für Deutschland die *Vergütungen der Vorstandsvorsitzenden* errechnet werden. Da in Deutschland ein Einzelausweis der Vorstandsvergütung nicht erfolgt, ist man auf Annahmen über die Verteilung der Optionen angewiesen. Da der deutsche Vorstandsvorsitzende rechtlich und praktisch nicht die umfassende Machtfülle eines amerikanischen CEO besitzt, vermag er auch nicht ähnlich große Stücke aus dem zur Verfügung stehenden Vergütungskuchen für sich herauszuschneiden. Im folgenden soll daher davon ausgegangen werden, daß der Vorstandsvorsitzende für sich 20% der Gesamtvergütung aller Vorstände absorbiert. Diese Annahme wird durch bekannt gewordene praktische Einzelbeispiele aus deutschen Unternehmen bestätigt. Es ergeben sich dann für den Barwert der Optionswerte aus den laufenden Optionsprogrammen bei dem angenommenen 20 Prozent Anteil pro Jahr die in der folgenden Graphik dargestellten Ergebnisse<sup>9</sup>.

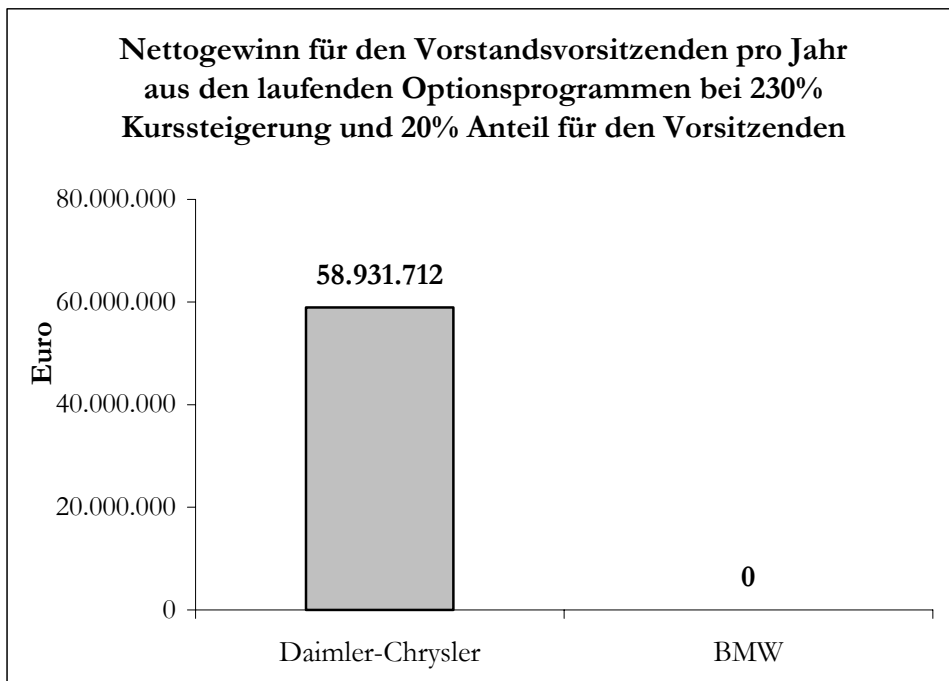
Die Barwerte nach Black-Scholes sind gerechnete Werte, die sich auf historische oder vermutete Volatilitäten der Aktienkurse stützen müssen. Es ist daher auch sinnvoll, sich den Wert der Gehälter nicht nur durch den Barwert im Augenblick der Zuteilung, sondern auch durch einzelne Szenariorechnungen zu verdeutlichen. Erst diese Rechnungen ermöglichen es dem Publikum, sich auf einige erstaunliche Vergütungsmöglichkeiten ihrer Vorstände seelisch vorzubereiten.

---

<sup>9</sup> Die Aussagekraft der Black-Scholes Formel ist für den hier interessierenden Zusammenhang durch einige Besonderheiten beschränkt: So haben das Ausübungsverhalten und die zulässigen Ausübungsfristen einen Einfluß auf den Wert der Optionen. Da die Black-Scholes Formel eine lognormale Wahrscheinlichkeitsverteilung der zukünftigen Aktienkurse unterstellt, wird der Kurs von Optionen, die nicht „im Geld“ sind, zu hoch dargestellt. Die deutschen Ausübungspreise liegen häufig um 20 Prozent über den Börsenkursen im Zeitraum der Zuteilung der Optionen. Die Ausübungshürde bei Allianz, DaimlerChrysler, Deutsche Bank, Deutsche Telekom, Münchner Rück Gruppe, Siemens beträgt 20%.

Die Bedingungen bei DaimlerChrysler in der Einladung zur Hauptversammlung 2000 sind wie folgt: „Ausübungspreis: Durchschnittswert des Eröffnungskurses und des Schlußauktionspreises der DaimlerChrysler Aktie im Xetra-Handel in Frankfurt an dem Tag vor der im 1. Quartal eines jeden Jahres stattfindenden Sitzung des Präsidiums des Aufsichtsrates liegt, in der über den aktienpreisgebundenen Teil der Vergütung der Mitglieder des Vorstandes entschieden wird, mindestens aber der auf eine Aktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals, zuzüglich eines Aufschlags von 20%.“

Um die Vergleichbarkeit mit der Vergütung von Esser im Mannesmannfall zu erreichen, sollen die Werte für den durch die Optionen zu erzielenden Nettogewinn für den Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG und des BMW Vorstandes bei einem Anteil von 20 Prozent der Vorstandsoptionen einmal für einen Anstieg des Aktienkurses von 128 Prozent und einmal für 230 Prozent dargestellt werden. Es handelt sich hier um die Zahlen der tatsächlich gegenwärtig laufenden Optionspläne der jeweiligen Unternehmen. Die Zahlen wurden aus dem Geschäftsbericht entnommen. Bei einem Kursaufschwung etwa aufgrund einer nachhaltigen Erholung der Weltwirtschaft kann es angesichts der extrem langen Laufzeit der Optionen daher in der Wirklichkeit ohne weiteres zu den nun im folgenden beispielhaft dargestellten Zahlungen kommen: Bei einem Aufsparen<sup>10</sup> der jährlich gewährten Optionen auf ein einziges Jahr verbleibt dann dem jeweiligen Vorstandsvorsitzenden rechnerisch der fünffache Jahresbetrag.



<sup>10</sup> In der Wirklichkeit wird der Vorsitzende nicht kaltblütig seine Optionen so lange bis zu diesem Kurs aufsparen und nicht ausüben. Aus Diversifikationsgründen wird er vielmehr bei einem Kursanstieg einen Teil vorzeitig ausüben und damit einen Teil der oben dargestellten Gewinne verfehlen. Zudem werden bei einem kontinuierlichen Kursanstieg die ihm gewährten Aktien teurer, so daß auch auf diesen Anteil ein Kursanstieg von 230% erreicht werden müßte, um die dargestellten Gewinne zu erreichen. Dennoch ist das Szenario insbesondere angesichts der langen Laufzeit durchaus als eine Möglichkeit anzusehen und die Aufgabe von Gewinnmöglichkeiten durch den Begünstigten in der Praxis keine Beeinträchtigung des Marktwertes solcher Programme. Der Kursanstieg ist zudem in der Wirklichkeit auch nicht auf 230% begrenzt. So ist daran zu erinnern, daß der Vorsitzende auch Optionen zum halben Kurswert des bei seinem Amtsantritt bestehenden Kurses erhalten kann, wenn er es schafft den Aktienkurs zunächst zu halbieren und dennoch im Amt zu bleiben.



Der Vorstandsvorsitzende von der DaimlerChrysler AG hat damit bei einem Kursanstieg von 230%, wie er dem Kursanstieg der Mannesmann Aktie entspricht, und einem angenommenen Anteil von 20% an den Vorstandsoptionen aus dem gegenwärtig laufenden Optionsprogramm die Möglichkeit rechnerisch auf ein Jahr kumuliert rund *295 Millionen Euro* als Nettogewinn nur aus seinen Optionsvergütungen zu erzielen. Bemerkenswert ist zudem, daß sich die Aktionäre bei dieser Vergütungsform aufgrund der fehlenden Abzugsfähigkeit bei der Steuer<sup>11</sup> noch einen Steuernachteil in rund der derselben Größenordnung erlitten haben. Die gesamten noch hinzukommenden Barvergütungen des 5-Jahreszeitraumes von rund 35 Millionen Euro spielen dann nur noch eine erfreuliche Nebenrolle von etwas über 12 Prozent.

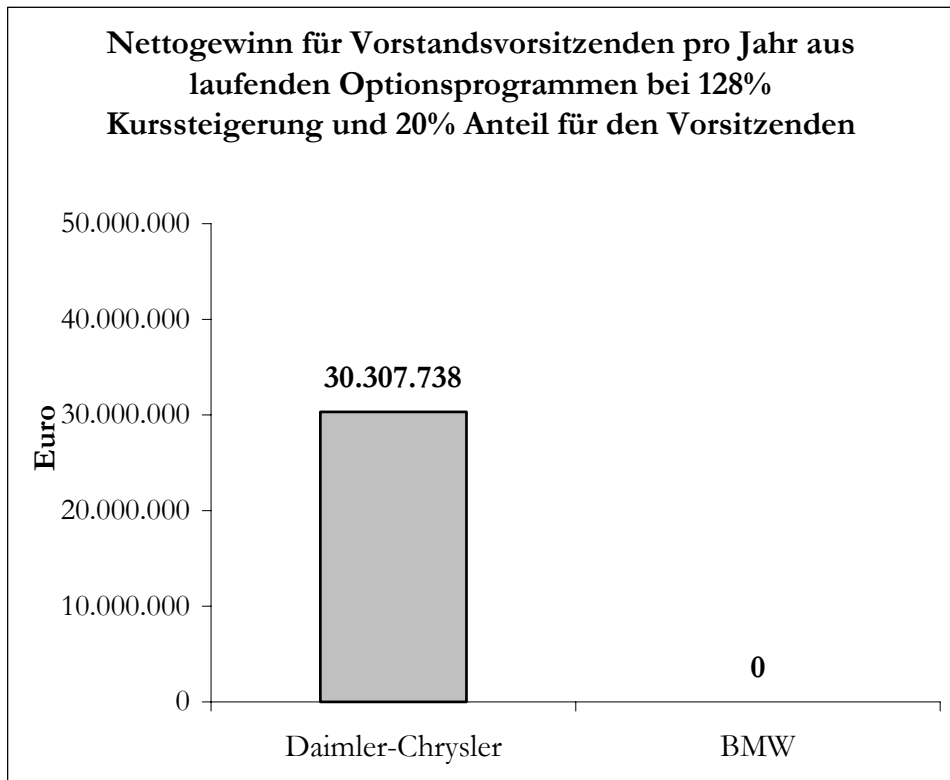
Die *Gesamtkosten* für den Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG für fünf Jahre belaufen sich dann für die Aktionäre nach Steuern auf rund *1 Milliarde Mark*<sup>12</sup>. Die Kosten für die anderen Vorstände der DaimlerChrysler AG sind etwas geringer, da ja der Anteil des Vorsitzenden mit 20% gerechnet wurde. Insgesamt kostet die Aktionäre dann der Vorstand nach Steuern rund 4 Milliarden Mark.

Beträgt die Kurssteigerung lediglich 128%, beschreibt das nächste Bild die Nettogewinne der jeweiligen Vorstandsvorsitzenden pro Jahr.

---

<sup>11</sup> Die fehlende Verbuchung von Aktienoptionen in den Personalaufwendungen und damit in der Gewinn- und Verlustrechnung wird weiter unten ausführlich behandelt. Dort wird auch der steuerlich abziehbare Barausgleich für die Differenz zwischen Ausgabekurs und Ausübungshürde einbezogen. Hier geht es lediglich darum, die tatsächlich mögliche Dimension der Vergütung einer einzelnen Person aufzuzeigen.

<sup>12</sup> Es handelt sich hier um eine Musterrechnung für einen stilisierten, aber möglichen Fall, der die auf die ersten Blick nicht erkennbaren Vergütungen vor Augen führen soll und der die bis in die letzte Gerichtsinstanz gegen die Aktionäre zäh verteidigte Geheimhaltung dieser Zahlen beenden soll. Die Rechnung wird somit nur dann in dieser Höhe Wirklichkeit, wenn alle an den Vorstandsvorsitzenden ausgegebenen Jahresringe an Optionen mit den gleichen Ausübungspreisen ausgegeben werden. Dies ist nur dann der Fall, wenn der Kurs über den Ausgabzeitraum gleich bleibt und erst anschließend die Kurssteigerungen stattfinden. In der Wirklichkeit ändert sich der Kurs. Bei der DaimlerChrysler AG ist er dramatisch gesunken und ermöglicht damit noch eine zusätzliche darüber hinausgehende Vergütungserhöhung. Auf der anderen Seite ist ein Anstieg in dieser Höhe auch kein alltägliches Ereignis, dessen geringer Wahrscheinlichkeit jedoch die extreme Länge der Optionen von 10 Jahren gegenübersteht.



### 3. Jährliche Neufestsetzung und Änderung bestehender Bezugskurse bei Aktienoptionen

Für die Frage, mit welcher Wahrscheinlichkeit mit einem Einkommen in dieser Höhe für die einzelnen Vorstandsmitglieder gerechnet werden kann, muß man sich den Umstand vor Augen halten, daß es in Deutschland nicht unüblich ist, daß die Ausübungspreise der Aktien Jahr für Jahr angepaßt werden. Hierbei gibt es die Möglichkeit einer nachträglichen Änderung des Bezugskurses (Repricing)<sup>13</sup> und einer jährlichen Neufestsetzung.

Die eher brachiale Methode des Repricing bedeutet, daß der Aufsichtsrat zugunsten des Vorstandes einfach den Ausübungspreis nachträglich absenkt, wenn ihm der Gewinn des Vorstands aus den ihm gewährten Aktienoptionsplänen als zu niedrig erscheint. Hier handelt es sich wirtschaftlich um nichts anderes als um einen

<sup>13</sup> Empirische Untersuchungen zum Repricing gibt es für Deutschland nicht. Für die USA vgl. T. Baums, Festschrift Claussen, 1997, S. 17 mwN.; M. Brenner et al., Altering the Terms of Executive Stock Options 57 Journal Financial Economics 2000, S. 103 f. Die Herabsetzung der Ausübungspreise war mit schwachen firmen-spezifischen Aktienkursergebnissen verbunden und damit eine Belohnung für Manager von Unternehmen mit schlechten Ergebnissen. Repricing war insbesondere in kleineren Unternehmen anzutreffen mit Boards, die von Insidern beherrscht wurden, D. M. Chance et al., The Repricing of Executive Stock Options 57 Journal Financial Economics 2000, S. 129 f. Echtes Repricing wird zudem in Deutschland häufig rechtswidrig sein, vgl. C. v. Einem / A. Pajunk, in: A.-K. Achleitner / P. Wollmert (Hrsg.) Stock Options, 2002 2. Aufl., S. 100 ff.

unmittelbaren Griff in das Vermögen der Aktionäre<sup>14</sup>. Durch die Erwartung einer solchen Anpassung seitens des Vorstandes werden die von Optionsprogrammen ausgehenden Anreize zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes geschädigt.

Eine weitere auch in Deutschland häufig<sup>15</sup> angewandte Verfahrensweise besteht darin, sich einmal von der Hauptversammlung eine bestimmte Anzahl von Aktien zugunsten des Vorstandes genehmigen zu lassen und den Ausübungspreis dann Jahr für Jahr je nach Höhe des dann bestehenden Aktienkurses neu festzusetzen.

Eine derartige Neufestsetzung bedeutet am unterstellten Aktienoptionsvolumen des Vorsitzenden der DaimlerChrysler AG dann folgendes: Stand der Kurs der DaimlerChrysler Aktie im ersten Jahre der Optionszuteilung beispielsweise auf 100, werden typischerweise als Ausübungspreis auf diesen Kurs 20% Prämie verlangt<sup>16</sup>. Dies besagt, daß vom Vorstandsvorsitzenden bei 20% Anteil an den gewährten Vorstandsoptionen der Jahresring an Aktien in Höhe von 576000 Stück erst zu einem Preis von 120 gekauft werden kann. Zeigt sich nun, daß die Aktie beim Ausübungszeitpunkt auf 80 gesunken ist, wird für die nächste Jahresrunde der Ausübungspreis auf 96 festgesetzt. Ist der Aktienkurs dann wiederum weiter auf 60 gesunken, sinkt der Ausübungspreis in jenem Jahr auf 72. Nachdem der Ausübungspreis auf 40 gefallen ist, fällt der Ausübungspreis entsprechend auf 48. Kommt es nun etwa aus Gründen der Konjunktur oder des Kanzlerwechsels zu einem Aufschwung und erreicht der Aktienkurs wieder 100, sind alle Aktien bis auf die erste Runde im Geld und verschaffen dem Vorsitzenden folgende Einnahmen aus seinem Optionsprogramm:  $576000 * (4 + 28 + 52) = 48,3$  Millionen Euro.

Darüber hinaus läßt sich bei der DaimlerChrysler AG der Vorsitzende ebenso wie die anderen Begünstigten des laufenden Aktienoptionsprogramms noch die verlangte Ausübungsprämie von 20 Prozent über dem Kurs von 100 in bar auszahlen<sup>17</sup>. Dieser Barausgleich beläuft sich bei der ersten Tranche auf die 20% über 80 also auf 16, bei der zweiten Runde auf 12 und bei der dritten auf 8. Insgesamt müssen die DaimlerChrysler AG Aktionäre dann noch neben den 48,3 Millionen Euro Optionskosten aus dem Unternehmen noch den Barausgleich aufbringen:  $16 + 12 + 8$ , also 32 Euro pro Option, insgesamt also  $576000 * 32$ , d.h. 18,43 Millionen Euro.

Lediglich das Aktienoptionsprogramm für den Vorstandsvorsitzenden hat dann unter diesen Annahmen vor Steuern Unternehmen und Aktionäre  $18,4 + 48,3$ , insgesamt also *66,7 Millionen Euro* gekostet. Bemerkenswert ist hierbei, daß der Vorstand bei

---

<sup>14</sup> Aus Kreisen von Vergütungsberaterunternehmen wird allerdings darauf hingewiesen, daß diese Praktiken im Gegensatz zu den USA in deutschen Unternehmen nicht gebräuchlich seien und sich hierfür keine Aufsichtsräte bereit fänden. Das gleiche gilt für Reloading-Fälle. Allerdings nähmen deutsche Mitarbeiter amerikanischer Unternehmen an diesen Vorgängen mit Freude und Verständnis teil.

<sup>15</sup> Vgl. C. v. Einem / A. Pajunk, in: A.-K. Achleitner / P. Wollmert (Hrsg.) Stock Options, 2002 2. Aufl., S. 101 f.

<sup>16</sup> Die Aktie der DaimlerChrysler AG stand im Mai 1998 auf rund 100 und hat sich bis Mai 1991 auf rund 55 verbilligt und hatte im November 2000 den Wert von 43 Euro erreicht.

<sup>17</sup> Das nach dieser Struktur laufende Aktienoptionsprogramm der DaimlerChrysler AG ist von E. Wenger gerichtlich erfolglos angefochten worden und damit rechtskräftig als zulässig erkannt. Eine Kritik der gerichtlichen Fehlentscheidungen folgt weiter unten.

diesem Vorgang keinerlei im Kurs erkennbare Wertsteigerung für die Aktionäre zu Wege gebracht hat und dennoch über 66 Millionen Euro als Vergütung in seine Taschen schaffen konnte.

Berücksichtigt man den Steuerschaden für die Aktionäre und die steuerliche Abzugsfähigkeit der Differenzzahlungen bei einer Gesamtsteuerbelastung von 50 Prozent, belaufen sich die vollen Nachsteuerkosten für die Aktionäre auf  $2 * 48,3$ , d.h. 96,6 Millionen Euro und bei den über das Unternehmen laufenden Beträgen aufgrund der Abzugsfähigkeit  $0,5 * 18,4$ , d.h. 9,2 Millionen Euro. Insgesamt kostet der Vorstandsvorsitzende nur aus dem Optionsprogramm der DaimlerChrysler AG und ihre Aktionäre  $9,2 + 96,6$ , auf *Nachsteuergrundlage* berechnet insgesamt also *105,8 Millionen Euro*.

Verblüffend dabei ist, daß allein aufgrund des Ab- und Aufstiegs der Aktien dieses als Leistungsentlohnung dargestellte Vergütungssystem die Aktionäre dreistellige Euromillionenbeträge nach Steuern gekostet hat, obwohl die Tätigkeit des derart Besoldeten den Aktionären keinerlei Wertsteigerung verschafft hat.

Damit wird ein weiterer entscheidender Nachteil von Optionsprogrammen sichtbar: es zahlt sich für den Vorstand sehr aus, bei einem derartigen Anpassungsverfahren der Optionspreise zunächst dafür zu sorgen, daß die Aktien stark an Wert verlieren, den sie dann im Laufe der Zeit wieder gewinnen. Dies kann auch durch eine gezielte Informationspolitik oder Investitionspolitik des Vorstandes bewerkstelligt werden.

Die Zulassung pauschal zulässiger Ausübungspreisanpassungen stellen damit einen Verstoß gegen § 87 AktG dar. Die Möglichkeit, nach schweren geschäftlichen Mißerfolgen aufgrund eines angeblich leistungsorientierten Vergütungssystems ohne Gram und Scham bis zu dreistellige Millionenbeträge als Vergütung zu erzielen und dies bei für die Aktionäre noch verdoppelten Kosten, ist ohne sachlichen Grund ein Verstoß gegen die Vergütungsbegrenzung nach § 87 AktG, auf die im Rahmen des DaimlerChrysler Aktienoptionsprogramms noch einmal im Einzelnen eingegangen wird.

#### **4. Die Vergütungsgeschehnisse in den USA**

Für die USA haben Bebchuk, Fried und Walker<sup>18</sup> in einer Studie das Versagen anreizeffizienter Verträge für die dortigen Vorstandsvorsitzenden belegt. So weisen die Autoren darauf hin, daß der CEO eines amerikanischen Unternehmens einen überragenden Einfluß auf alle einzelnen Komponenten seines Vergütungsprozesses besitzt und es daher nicht zu einem Vertrag über seine Vergütung „at arms length“ kommen kann.

So hat der amerikanische CEO eine weitgehende Kontrolle über die Ernennung der anderen Boardmitglieder und dabei auch über die Outside-Directors, die dafür vorgesehen sind, maßgeblichen Einfluß auf die Managementvergütung auszuüben.

---

<sup>18</sup> L. A. Bebchuk / J. M. Fried, / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001, S. 11ff. mwN.

Aufgrund des Board-Systems entwickelt sich zudem eine soziale Dynamik, die bis auf den Extremfall eines umfänglichen CEO Versagens auf eine Unterstützung des CEO ausgerichtet und auch von Dankbarkeit für die Ernennung zum Boardmitglied gekennzeichnet ist. Zudem sind viele Outside -Direktoren selber CEO oder in Beratungsfirmen angestellt, die vom Wohlwollen des CEO direkt oder indirekt letztlich viel zu gewinnen oder zu verlieren haben. Der Ruf, sich unnachgiebig gegenüber exzessiven Gehältern des CEO zu zeigen, führe bei dem störrischen Mitglied im Netzwerk der CEOs zu Ablehnungen bei weiteren Boardberufungen.

Weiterhin wird der Vergütungsfestsetzungsprozeß auch durch die vom CEO weitgehend kontrollierte Einschaltung von Vergütungsberaterfirmen zu seinen Gunsten ausgestaltet. Auch wenn die Berater einen Ruf zu verlieren haben, steht ihnen doch klar vor Augen, wem sie letztlich zu dienen haben, wenn sie in der Branche neue Aufträge gewinnen wollen. Auch dann, wenn die gesammelten Marktdaten der Beratungsfirmen korrekt eingesetzt werden, verbleiben CEO und Beratern erhebliche Spielräume über das ob und wie der vergleichenden Vergütungsdarstellung. Diese ist angesichts der Kontrolle des Vorgangs durch den CEO jedoch auf möglichst hohe Vergütungen ausgerichtet. Verschiedene Beraterfirmen sind damit zu Verteidigern dieser Mißstände geworden, indem sie diese Vergütung als Marktpraxis und den Markt für CEOs als transparent und liquide kennzeichnen<sup>19</sup>.

Die von Beraterfirmen vorgebrachte Behauptung transparenter CEO-Marktlöhne verißt den praktischen Prozeß der Vergütungsrunde und seine Kontrolle durch die Begünstigten<sup>20</sup>. So sei das Vergütungsgremium zunächst den „extrem aggressiven Lawyers“ des CEO ausgesetzt. Die Beratungsfirmen würden zudem vom Unternehmen in Gestalt des CEO ausgesucht. Zudem wären einige Unternehmen zu der Praxis übergegangen, ihre hauseigenen Vergütungsberater mit den externen Beratern zusammenarbeiten lassen, mit der gewünschten Wirkung, daß das vielleicht nicht hinreichend willfähige Vergütungsgremium von den ebenfalls nicht genügend nachgiebigen außenstehenden Beratern abgeschirmt wird.

Der Gegendruck gegen die Machenschaften durch die Drohung einer Entlassung des betreffenden CEO ist nicht als hoch anzusehen, da Manager – wenn überhaupt – nur bei einem allgemeinen Versagen entlassen werden. Das Risiko einer Entlassung eines CEO aufgrund einer exzessiven Vergütung ist bisher so gering, daß es nicht geeignet ist, den CEO vor dem Versuch, eine solche auch für sich zu erreichen, abzuschrecken kann.

Auch wenn der Vorstand sich um Hunderte von Millionen Dollars leistungslos bereichert, ist der Druck durch den Markt für Unternehmenskontrolle kein wirksames Gegenmittel, da die Drohung einer feindlichen Übernahme aufgrund ihrer Kosten

---

<sup>19</sup> Vgl. The Economist, v. 6.4.2002, S. 58. Für Deutschland gilt sogar die Transparenz nur eingeschränkt.

<sup>20</sup> Der gesamte hier vorgetragene Bericht über die amerikanische Vergütungspraxis stützt sich weitgehend auf L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001, S.11 ff. mwN.

und Risiken eine Unternehmenswertminderung von rund 20 – 30 Prozent erfordert<sup>21</sup>. Ein solche Differenz haben bei Großunternehmen bisher wohl selbst die exzessivsten US-amerikanischen Vergütungen noch nicht erreicht.

Die empirischen Untersuchungen für die USA haben ergeben, daß die Vorstandsvergütungen höher sind, wenn nicht wie unter fremden Dritten verhandelt wurde und wenn der CEO zugleich auch Chairman of the Board war und je mehr Outside-Direktoren vom CEO ernannt worden oder mit Interessenkonflikten beladen waren oder sich durch hohes Alter oder durch Mehrfachboardmitgliedschaften auszeichneten<sup>22</sup>.

Darüber hinaus weisen *Bebchuk/Fried/Walker*<sup>23</sup> nach, daß es keine wirksame rechtliche Kontrolle auch höchster Gehälter in den USA gebe. Die amerikanischen Gerichte zeigten sich selbst in extremen Fällen unwillig anzunehmen, daß der Board seine Verpflichtungen verletzt habe, indem er „waste“ oder „breach of loyalty“ begangen habe<sup>24</sup>.

### C. Mögliche Gründe für die beobachteten Vergütungspraktiken

Angesichts dieser teilweise ohne jede nachprüfbare Leistung von den Unternehmensverwaltungen für sich eingesammelten astronomischen Summen stellt sich die Frage nach den Gründen für diese Vergütungspraktiken. Hierbei sind drei grundsätzliche Erklärungsmöglichkeiten zu unterscheiden.

Die Theorie der effizienten Anreize („Anreizvergütungshypothese“) behauptet, derartige Vergütungen seien notwendig und sinnvoll, um die Vorstände der Unternehmen zu effizientem Verhalten zu bewegen. Unter der

---

<sup>21</sup> Vgl. hierzu auch M. Adams, Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, Die Aktiengesellschaft, 1989, S. 333 ff.; M. Adams, Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, Die Aktiengesellschaft 1990, S. 63 ff. mwN.

<sup>22</sup> J. E. Core, et al., Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, 51 Journal Financial Economics 1999.

<sup>23</sup> AaO. S. 28 ff.

<sup>24</sup> Der folgende von L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker geschilderte Fall des Disney Vorstandes Ovitiz, in Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del.2000) mag als Anschauung dienen: Bei seiner Anstellung wurde *Ovitiz* vom *Disney* Board ein „No-Fault Termination“-Vereinbarung zugestanden, nach der *Ovitiz* bei Vertragsbeendigung eine einmalige Summe gezahlt werden sollte, die dem Barwert aller seiner Zahlungen nach dem Vertrag entsprechen sollte, dazu eine zusätzliche Summe, die dem Produkt von 7,5 Millionen Dollar mal der Zahl der noch verbleibenden Fiskaljahre des Vertrages entsprach und zusätzlich noch die unmittelbare Einräumung von 3 Millionen Disney Aktienoptionen. Kurze Zeit nach seinem Arbeitsantritt verließ Ovitiz das Unternehmen und löste die vereinbarten Zahlungen und Optionsübertragungen ein. Rechtliche Handhabe hiergegen gibt es bisher in den USA nicht. Diese Vorbilder haben weltweit Unternehmensleitungen angespornt, ähnliche Vergütungen mit Hinblick auf diese Praxis zu erreichen. Auch der Hintergrund der Übernahme einiger US-Unternehmen durch nicht amerikanische Unternehmen hatte als Motiv die damit eröffnete Möglichkeit durch Hinweis auf die US-Bezahlung im Tochterunternehmen im eigenen, noch nicht von der „amerikanischen Krankheit“ angesteckten Heimatland ähnlich exzessive Vergütungen durchzusetzen.

„Anreizvergütungshypothese“ werden vom Aufsichtsrat die Vergütungen für den Vorstand so festgelegt, daß der Vorstand den Anreiz hat, anstelle der eigenen Ziele weitestgehend die Interessen der Aktionäre zu verfolgen<sup>25</sup>.

Nach der „Superstarhypothese“ sind die zu beobachtenden Gehälter Folge der Vergrößerung der von den einzelnen Vorständen zu bedienenden Märkte und einer technisch bedingten überproportionalen Belohnung ihrer besonderen Managementfähigkeiten.

Die „Ausplünderungshypothese“ sieht in den Vergütungen lediglich den Mißbrauch der Macht der Unternehmensverwaltungen, gegen praktisch nicht zur Gegenwehr fähige Aktionäre einen möglichst großen Anteil des Unternehmens in das Privatvermögen der Vorstände überführen zu können. Nach der „Ausplünderungshypothese“ wird die Vergütung nicht wie unter fremden Dritten zur Lösung der Anreizproblematik des Principal-Agent-Problems gestaltet, sondern durch einen befreundeten oder uninteressierten Aufsichtsrat viel zu hoch angesetzt<sup>26</sup>. Um die Höhe der Vergütung zu verschleiern, würden zudem für die Aktionäre undurchsichtige und schädigende Zahlungsformen gewählt.

## 1. Die Hypothese von der Anreizvergütung

In einer Publikumsgesellschaft mit gestreutem Anteilsbesitz, bei der es keine einflußreiche einzelne private Aktionärsgruppe gibt, stellt sich das Problem der Kontrolle des Managements in seiner schärfsten Form. Die Manager sind an anderen Zielen als die Aktionäre interessiert und schaffen damit für diese ein Principal-Agent-Problem. Die Aktionäre verhalten sich rational apathisch<sup>27</sup> und halten die privaten Kontrollaufwendungen gering. Die „Theorie der anreizeffizienten Vorstandsvergütung“ vertritt nun der Ansicht, daß die zu beobachtenden Vorstandsvergütungen so gestaltet sind, daß sie für die Aktionäre die Summe der Überwachungs- und Kontrollkosten sowie die verbleibenden Kosten der Nichterfüllung durch die Vorstände möglichst gering halten und gleichzeitig ein Verhalten der Unternehmensverwaltung im Interesse der Aktionäre erreichen. Dieses Ziel soll durch ein Vergütungspaket mit kurzfristig, mittelfristig und langfristig wirkenden Anreizen erreicht werden. Dabei wird unterstellt, daß dieses Vergütungspaket mit Hilfe von einschlägigen Beratungsfirmen von einem den Aktionären verpflichteten Aufsichtsrat mit dem Vorstand vereinbart wird, wobei die Bedingungen denen entsprechen, wie sie unter fremden Dritten vereinbart würden<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001.

<sup>26</sup> L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001.

<sup>27</sup> Vgl. hierzu und zur Darstellung des Principal-Agent-Problems ausführlich *M. Adams*, Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, *Die Aktiengesellschaft* 1990, S. 63 ff. mwN.

<sup>28</sup> Vgl. hierzu grundlegend mit Beispielen P. R. Milgrom / J. Roberts, *Economics, Organization, and Management*, 1992, S. 228-232; B. Holmström / J. Roberts, *The Boundaries of the Firm Revisited*, *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1998, 12(4), S. 73 ff.; B. Holmström / Paul R. Milgrom, *The Firm as an Incentive System*, *American Economic*

Versucht man für Deutschland die Vorgänge, die zu den zuvor beschriebenen Vergütungen geführt haben, zu würdigen, fällt auf, daß diese fehlerhaft verlaufen und nicht zu anreizoptimierten Verträgen für den Vorstand führen<sup>29</sup>.

Die seit einigen Jahren in engem zeitlichen Zusammenhang auftretende Einführung extrem teurer Aktienoptionspläne in großen deutschen Publikumsgesellschaften in Streubesitz spricht für ein koordiniertes Vorgehen der beteiligten Personen bei dem Versuch, die in den USA erzielten Gehälter auch für sich selber durchzusetzen. Zudem kommt in manchen Gesellschaften noch eine gewisse Abhängigkeit aus immer noch bestehenden Verflechtungsmustern der „Deutschland AG“ hinzu<sup>30</sup>. Zur Erleichterung der Durchsetzung der Optionsprogramme gegen den Aufsichtsrat wurden zudem einige US-Unternehmen als Töchter erworben. Dies ermöglichte den deutschen Vorständen in der Muttergesellschaft die Argumentation, daß es doch nicht sein dürfe, daß der Vorstand einer US-Tochtergesellschaft soviel mehr verdiene als die Vorstände in der Konzernmutter. Es hält sich zudem zäh das Gerücht, daß einige US-Unternehmenskäufe den Hintergrund hatten, dem deutschen Vorstandsvorsitzenden diese Argumentation zu ermöglichen. Angesichts der Dimension der laufenden Optionsprogramme ist auch eine nur fünf Jahre andauernde Amtsinhaberschaft hinreichend, um für Generationen Familienreichtum zu schaffen.

Die Theorie der anreizeffizienten Vorstandsvergütung müßte nun zeigen, daß die dargelegten Vergütungen in Höhe und Struktur auch in Unternehmen ohne Corporate Governance Probleme, die also einer wirksamen Kontrolle durch einzelne private Großaktionäre unterliegen, vergleichbare Höhen und Strukturen aufweisen. Erst hierdurch wäre es möglich, diese als Wettbewerbslöhne zu betrachten.

Die vorstehenden Beispiele zeigen jedoch, daß dies nicht der Fall ist. Insbesondere der Fall der Vergütung des DaimlerChrysler AG Vorstandes findet in der Vergütungsstruktur des BMW AG Vorstandes keine Entsprechung. Während die Aktionärszusammensetzung von DaimlerChrysler keinen einflußreichen privaten Einzelaktionär mehr aufweist, ist die BMW AG unter dem beherrschenden Einfluß einer Industriellenfamilie. Als Folge hat sich ergeben, daß die Höhe der Vergütung bei BMW in jeder einzelnen Komponente erheblich niedriger ist. Von besonderer Bedeutung ist auch, daß die BMW AG kein dem Verfasser bekanntes

---

Review, 1994, 84, S. 972-991; B. Holmström / P. Milgrom, Multitask Prinzipal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design, *The Journal of Law, Economics & Organization*, 7, Spring 1991, S. 24-52. Für die Analyse des Topmanagements vgl. B. E. Hermalin, *Toward an Economic Theory of Leadership: Leading by example*, *The American Economic Review*, 88(5), December 1998, S.1188 ff; R. Radner, *Hierarchy: The Economics of Managing*, *Journal of Economic Literature*, Vol. 30 September, 1992, S. 1382 ff.

<sup>29</sup> Vgl. hierzu ausführlich L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, *Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents?* Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001.

<sup>30</sup> Vgl. hierzu ausführlich M. Adams, *Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer*, *Die Aktiengesellschaft*, 1990, S. 243 ff.; M. Adams, *Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der "Deutschland-AG" - Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und Unternehmensrecht* -", *Die Aktiengesellschaft*, 1994, S. 148 ff.



Aktienoptionsprogramm aufweist. Da es sich bei den Unternehmen von BMW und DaimlerChrysler um vergleichbare Branchen und Tätigkeitsgebiete handelt, ist kein wettbewerblicher Grund dafür ersichtlich, daß der Vorstand von DaimlerChrysler aus Gründen effizienter Anreize eine so vielfach höhere Vergütung als die Mitglieder des BMW-Vorstandes benötigen sollte. Es liegt vielmehr der Schluß nahe, daß der Grund für die frappierenden Unterschiede lediglich in der Ausbeutungsoffenheit der DaimlerChrysler AG liegen, bei der kein kontrollierender Privataktionär noch Aktienoptionsprogramme abzuwehren vermag<sup>31</sup>. So ist der für das laufende Aktienoptionsprogramm verantwortliche Aufsichtsratsvorsitzende bei DaimlerChrysler ein ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank, deren Unternehmensverwaltung in den letzten Jahren gleichfalls eine ausgesprochen aggressive Vorstandsvergütung betreibt und sich zeitgleich ebenfalls mit Hilfe von Aktienoptionsplänen Reichtum verschafft. Es handelt sich somit um ein Vorgehen im Gleichklang der Interessen der Managementteams. Da derartige Vergütungsstrukturen in Deutschland bislang unbekannt waren, kann ein Aufschrei der machtlosen Kleinaktionäre politisch besser aufgefangen werden, wenn mehrere Unternehmensverwaltungen gleichzeitig die Vergütung ihrer Vorstände bis in mehrstellige Millionenbereiche vorantreiben. Nur durch verbreitetes Auftreten läßt sich der Vorgang an das Publikum als „marktgerechte Vergütung“ darstellen.

## **2. Ökonomische Theorie der Superstars als Rechtfertigungsgrund extremer Vorstandsvergütungen**

Den Wirtschaftswissenschaften ist die Erscheinung dramatischer, nie dagewesener Vergütungsanstiege einiger weniger Personen nicht verborgen geblieben. Bereits Alfred Marshall<sup>32</sup> konnte die entscheidenden Gründe für die außergewöhnlichen Preissteigerungen für die Werke einiger weniger Sänger und Maler angeben. Sherwin Rosen<sup>33</sup> hat hierzu eine geschlossene Theorie vorgelegt, die in einem Buch von Robert Frank und Philip Cook<sup>34</sup> popularisiert und mit zahlreichen rechtspolitischen Verbesserungsvorschlägen versehen wurde. Es soll daher nun geprüft werden, ob die Gehälter von Vorständen, die in den USA bereits Hunderte von Millionen Dollarbeträge erreicht haben und wohl auch in Deutschland bald erreichen werden, sich aus der ökonomischen Theorie der Superstars erklären und als möglicherweise unvermeidlich hinnehmbare Markterscheinung rechtfertigen lassen.

---

<sup>31</sup> Der Versuch der Abwehr der „amerikanischen Krankheit“ im DaimlerChrysler Fall durch Kleinaktionäre ist zwar bei einem ersten Versuch der Durchsetzung eines Aktienoptionsplanes durch eine Anfechtungsklage von E. Wenger erfolgreich gewesen, jedoch nach einer für diese Vorgänge günstigen Gesetzesänderung in Verbindung mit einem weiter unten besprochenen Fehlurteil des Oberlandesgerichtes Stuttgart nunmehr endgültig gescheitert.

<sup>32</sup> A. Marshall, Principles of Economics, 8. Aufl., New York, 1947, S. 685 f.

<sup>33</sup> S. Rosen, The Economics of Superstars, American Economic Review 1981, S. 845 ff. und American Economic Review 1983, S. 460 ff. mit einer Entgegnung auf P. Bowbrick, the Economics of Superstars: Comment, American Economic Review 1983, S. 459.

<sup>34</sup> R. Frank / P. Cook, The Winner-Take-All-Society, Why the Few at the Top Get so Much More Than the Rest of Us, 1995.

Rosen<sup>35</sup> machte in seinem Aufsatz aus dem Jahre 1981 bereits darauf aufmerksam, daß die Zahl von rund 200 vollzeitbeschäftigten Unterhaltungskünstlern in den USA vermutlich geringer sei als zu Shakespeares Zeiten in England, obwohl die Nachfrage nach ihren Diensten sicherlich nicht gesunken sei. Einige dieser Künstler erzielten nunmehr unglaubliche Einkommen. Diese gelte vor allem, wenn sie im Fernsehen aufträten. Auch manche Nachrichtenmoderatoren könnten ähnlich extreme Einkommenshöhen erklimmen. Auch bei Solisten klassischer Musik sei der Markt stark gewachsen, die Zahl der Vollzeitbeschäftigten jedoch gesunken und zudem das gesamte Einkommen auf eine Handvoll weniger Künstler konzentriert, obwohl das Publikum bei einem Blindversuch die Unterschiede in der Qualität zwischen den Extremverdienern und den Habenichtsen nicht unterscheiden könne. Diese Beispiele könnten aus der Welt des Sports, der Künste, der Schriftsteller und des Schaugeschäfts wiederholt werden.

Gemeinsam sei allen, daß es eine enge Verbindung zwischen persönlichem Einkommen und der Größe des eigenen bedienten Marktes gebe. Die Größe des von den Einzelnen jeweils bedienten Marktes und der dabei erzielte Verdienst seien zudem in höchstem Maße auf die ganz wenigen talentiertesten Personen in der jeweiligen Tätigkeit konzentriert, so daß sich eine sehr starke Schiefverteilung der Einkommen ergebe. Geht man davon aus, daß sich die Verteilung der betreffenden Begabung normal verteilt verhält, ist die Verteilung der Einkommen nicht normal verteilt, sondern extrem rechtsschief. Dies besagt, daß sich kleine Talentunterschiede zwischen den einzelnen Personen in großen Einkommensdifferenzen niederschlagen. Jede kleine Zunahme des Talents einer Person gegenüber einer anderen führt dann stark zunehmend zu immer größeren Einkommen (Konvexität der Einkommen mit steigendem Talent).

Der Grund für diesen Anstieg der Einkommen für die jeweils etwas Besseren besteht nach Rosen darin, daß die etwas schlechtere Qualität ein überproportional schlechteres Substitut für die etwas Besseren ist. So sei auch das mehrfache Auftreten eines Chores mäßig begabter Sänger kein Substitut für einmaliges Auftreten eines guten Chores. Wenn ein Chirurg bei einer lebensgefährlichen Operation etwa um 10 Prozent besser ist als seine Kollegen, seien die meisten Menschen bereit, für seine Leistung eine Prämie zu zahlen, die deutlich größer ist als 10 Prozent. Ein Unternehmen, daß in einen Prozeß um 50 Millionen verwickelt werde, ist kaum bereit bei der Qualität seiner Rechtsanwälte qualitative Abschlüsse gegen eine Gebührensenkung vorzunehmen<sup>36</sup>.

Rosen betont weiterhin, daß die Wünsche der Kunden, ausgedrückt in der niedrigen Substituierbarkeit der Anbieter durch die Nachfrager, zwar die hohe Konzentration der Einkommen auf die wenigen Besten erklären könnten, daß der andere zu beobachtende Aspekt der Superstarmärkte, die Konzentration der Marktanteile auf die wenigen Superstars, hieraus jedoch nicht abgeleitet werden könne<sup>37</sup>. Der zweite Grund beruhe vielmehr auf den technischen Eigenschaften der Leistungserbringung auf diesen Märkten. Entscheidend sei, daß die erbrachten Leistungen der Superstars den

---

<sup>35</sup> S. Rosen, The Economics of Superstars, American Economic Review 1981, S. 845.

<sup>36</sup> S. Rosen, The Economics of Superstars, American Economic Review 1981, S. 846.

<sup>37</sup> S. Rosen, The Economics of Superstars, American Economic Review 1981, S. 847.

Charakter „öffentlicher Güter“ aufwiesen und diese damit die Möglichkeit gewinnen, große Märkte als Einzelpersonen bedienen zu können.

So sind die Kosten eines Konzerts oder einer Konzertvorführung nur schwach davon abhängig, wie viele Personen der Aufführung beiwohnen. Die Kosten eines Buches, eines Filmes, eines Fußballspiels, eines Heilmittels bestehen typischerweise in den sehr hohen Fixkosten des Erwerb des Wissens und der Kenntnisse, den Aufnahmekosten oder Raummietkosten bei einer Aufführung und den variablen Kosten des Druckes eines zusätzlichen Exemplars<sup>38</sup>, der Herstellung einer zusätzlichen Kopie oder einer zusätzlichen Medikamentenpackung. Bei einer Fernsehschau zählen sogar nur die Produktionskosten. Jeder zusätzliche Fernsehzuschauer beeinflusst nicht die Kosten der ausgestrahlten Fernsehdarbietung. Superstarmärkte sind somit durch sehr niedrige Grenzkosten der Bedienung weiterer Kunden und sehr hohe Fixkosten für die Schaffung der Angebotsmöglichkeit gekennzeichnet. Dies ermöglicht einzelnen Anbietern wirtschaftlich große und größte Anteile des gesamten Marktes zu bedienen und die große Zahl etwas schwächerer Anbieter vollständig aus dem Markt zu verdrängen, da diese nicht die Fixkosten auf genügend Nachfrager umlegen können.

Die großen Vorschnitte in der Transport- und Kommunikationsindustrie haben nun zu dramatischen Senkungen der variablen Stückkosten geführt. Sie haben damit für viele Berufe die von ihnen jeweils bedienbaren Märkte vergrößert und erlauben damit den Besten ihres Berufes große Teile des nationalen Marktes oder gar des Weltmarktes zu bedienen mit dramatischen Möglichkeiten der Einkommenssteigerungen für die verbliebenen wenigen Glücklichen<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Vgl. hierzu die empirische Studie bei F. M. Scherer, An Early Application to the Total Cost Concept, *Journal of Economic Literature*, 2001, S. 897 ff.

<sup>39</sup> A. Marshall, *Principles of Economics*, 8. Aufl., New York, 1947, S. 685 hat diesen Prozeß für die Maler und Musiker beschrieben: „The relative fall in the incomes to be earned by moderate ability ... is accentuated by the rise in those that are obtained by many men of extraordinary ability. There never was a time at which moderately good oil paintings sold more cheaply than now, and ... at which first-rate paintings sold so dearly. A business man of average ability and average good fortune gets now a lower rate of profits... than at any previous time, while the operations, in which a man exceptionally favoured by genius and good luck can take part, are so extensive as to enable him to amass a large fortune with a rapidity hitherto unknown. The causes of this change are two; firstly the general growth of wealth, and secondly, the development of new facilities for communication by which men, who have once attained a commanding position, are enabled to apply their constructive or speculative genius to undertakings vaster, and extending over a wider area, than ever before. It is the first cause... that enables some barristers to command very high fees, for a rich client whose reputation, or fortune, or both, are at stake will scarcely count any price too high to secure the services of the best man he can get: and it is this again that enables jockeys and painters and musicians of exceptional ability to get very high prices... (zitiert nach Rosen, aaO, S. 857.)

Der Anstieg des Konkurrenzdrucks bis hin zur Gefahr der Verdrängung durch die besseren nun weltweit tätigen Anbieter (Globalisierung) kann bei den betroffenen Anbietern kein Wohlgefallen auslösen. Sie könnten versucht sein, sich durch den politischen Prozeß den Wettbewerb zu Lasten der Kunden vom Hals zu schaffen.

Angewandt auf die erzielten einsamen Höhen der Vorstandsvergütungen geht es somit um die Frage, ob diese auf einer Veränderung der Verdienstmöglichkeiten der wenigen Besten zurückgeführt werden können und damit auf technischen Gründen der Vergrößerung der Märkte und der Steigerung der Bedeutung des Geschäftstalentes der Vorstände der größer gewordenen Unternehmen beruhen.

Nun ist es richtig, daß die zunehmende Größe von Unternehmen die Bedeutung des Managementtalentes einer Person stark erhöht und aufgrund der finanziellen Bedeutung der Tätigkeit nur begrenzten Substitutionswünschen der anstellenden Unternehmen begegnet. Dennoch ist die Verteilung der Talente nicht wie bei Sängern und Musikern eindeutig auf eine Person konzentriert. Unternehmensleitung hat Teamcharakter und ist typischerweise eine Gruppenleistung. Bereits T. Baums<sup>40</sup> hat bei seiner Analyse von Aktienoptionsplänen zur Vergütung von Vorständen darauf hingewiesen, daß der Aktienkurs als Maßstab für die Vorstandsvergütung oder einzelner Personen des Vorstandes schon deshalb nur sehr eingeschränkt einen richtigen Anreiz zu liefern vermag, da der Aktienkurs auch bei effizientem Kapitalmarkt und „korrekter Verarbeitung von Informationen über Individualleistungen deren Beitrag zum unternehmerischen Erfolg nicht mehr aufzuschlüsseln und gesondert auszuweisen vermag.“ Bewertet werde allenfalls die Leistung mehrerer Personen, nicht Einzelner. Leistungen und Versagen würden nicht individuell belohnt oder geahndet. Geringe Substituierbarkeit einer bestimmten klar umrissenen Managementfähigkeit ist in der Vergütungspraxis nicht erkennbar. Viele Unternehmen lassen vielmehr ihre Manager in wenigen Jahresintervallen rotieren. Zudem findet ein rascher Austausch der Führungspersonen zwischen Unternehmen und Funktionen statt. Im Gegensatz hierzu bleiben die Superstars unter den Spitzensportlern oder Künstlern bei ihren Leisten und nutzen ihre Talente nur auf ihrem engen Feld. Das Problem der geringen Substituierbarkeit eines bestimmten herausragenden Talentes und der damit verbundenen Einkommenschancen tritt damit im Falle der Tätigkeit der Unternehmensleitung nicht auf.

Wenn es zudem der globale Wettbewerb um die tüchtigsten Manager wäre, die dann mit ihren Talenten in Form der Unternehmensausdehnung den Weltmarkt bedienen, müßten gerade die von Privatpersonen aufmerksam kontrollierten Unternehmensleitungen erfolgreicher Unternehmen die höchsten Löhne aufweisen und zudem den jeweiligen Trend anführen. Dies ist jedoch nicht der Fall, wie etwa aus dem Vergleich BMW vs. DaimlerChrysler zu sehen war.

Zudem werden im international tätigen erfolgreichen deutschen Mittelstand, dessen Unternehmen üblicherweise eng von wenigen Beteiligten, etwa einer einzelnen Familie, kontrolliert werden, bei weitem nicht einmal im Ansatz solche Lohnhöhen erreicht<sup>41</sup>. Lediglich bei Neugründungen oder drohenden Insolvenzfällen werden

---

<sup>40</sup> T. Baums, Festschrift Claussen, 1997, S. 16 mit Nachweisen auf empirische Untersuchungen.

<sup>41</sup> Vgl. R. Diefenbach/ P. Rath, Welche Vergütung GmbH-Geschäftsführer erhalten, Köln, 1999; A. Tänzer, GmbHR 2000, S. 596 ff.; T. Feldkamp Stbg 2000, S. 139 ff. und die Diskussion bei M. Koch, Die Gestaltung der Geschäftsführervergütung bei einer personalistischen GmbH, 2001, 82 ff. Bei mittelständischen Unternehmen ist bis heute noch die GmbH die vorherrschende Rechtsform. Bei diesen sind Gesellschaftergeschäftsführer die

relevante Beteiligungsanteile als Vergütungsbestandteil ins Spiel gebracht. Vor allem wird nicht das Instrument der Aktienoptionspläne eingesetzt.

Aber auch bei börsennotierten Unternehmen sind Aktienoptionspläne mit Ausnahme besonderer Situationen ungebrauchlich, wenn das Unternehmen in der Hand einer privaten kontrollierenden Gruppe liegt. Dies bedeutet, daß nicht der Wettbewerb um die Besten die Löhne der Vorstände im Wege von Optionsprogrammen in die Höhe treibt, sondern das Kontrollversagen in Publikumsgesellschaften mit verbreitetem privaten Streubesitz.

Ebenso ist mit der Theorie der Superstarvergütung nicht die Beobachtung vereinbar, daß vornehmlich der CEO, nicht aber andere Vorstandsmitglieder die bevorzugt Begünstigten sind. Die Bedeutung eines Finanzvorstandes bleibt in vielen Unternehmen nur wenig hinter einem CEO zurück. Auch der Vorstand für Technik in einem Automobilunternehmen ist eine für das Unternehmen überaus wichtige Person. Wenn nun – wie in den USA am besten zu beobachten - zwischen der einen mächtigen Person und den wirtschaftlich funktional gleichgewichtigen Personen so erhebliche Vergütungsgefälle auftreten, kann dies nicht aus dem Wettbewerb um die besten Talente, sondern lediglich aus der Ausnutzung von Macht erklärt werden. Die Beobachtungen zeigen daher, daß das die exzessiven Vergütungen treibende Talent, für das es in der Vergütungsfrage der Manager kein Substitut gibt, die Macht über die Organisation in Form des CEO- Amtes ist.

Im Widerspruch zu einer Erklärung der Vorstände als Superstars steht weiterhin der Umstand, daß vielfach die Reichtum bringenden Zahlungen an die Vorstände erst dann erzielt werden, wenn die Vorstände das Unternehmen verlassen. Insbesondere bei Übernahmen werden von den neuen kontrollierenden Eigentümern astronomische Beträge für das einfache Aufhören gezahlt<sup>42</sup>. Dies ist bei Superstars und selbst bei eitlen alten Mimen nicht zu beobachten. Es geht hierbei somit nicht um die Vergütung der Ergebnisse von Leistungen aufgrund außergewöhnlicher Talente, sondern häufig nur noch um den wirtschaftlich günstigeren Abkauf von Machtmißbrauchsmöglichkeiten, in dem durch die Zahlung einer großen Summe der Vorstand bewegt wird, nicht die Zukunft des Unternehmens zur Sicherung der persönlichen Vergütungsinteressen etwa im Falle einer drohenden Übernahme zu beschädigen.

Der Grund, daß Vorständen von privaten Eigentümern kontrollierter Unternehmen deutlich niedrigere Vergütungen als bei der DaimlerChrysler AG gewährt werden, ist auch darin zu sehen, daß dort die motivationsbelastende Wirkung extremer Vergütungsunterschiede zwischen Vorstand und Arbeitnehmern nicht hingenommen

---

vorherrschende Erscheinungsform, da durch eine echte Beteiligung – nicht Optionsgewährung – die Abwanderung zu anderen Unternehmen oder die Gründung eines eigenen Unternehmens vermieden werden soll. Die Gehälter der Fremdgeschäftsführer schwanken zwischen 90 und 140 Prozent um die Bezüge der Gesellschaftergeschäftsführer.

<sup>42</sup> Auch die Anerkennungsprämie an Esser, die sicher seinen Entschluß erleichterte, den Abwehrkampf gegen Vodafone aufzugeben, wurde für das Verlassen des Chefsessels gezahlt. Sie betrug mehr als sein gesamtes mehrjähriges, unter Annahme günstigster Ergebnisse errechnete Gehalt.

wird. Dort wo die Vorstände sich aufgrund des Streubesitzes sicherer vor den Eigentümern fühlen können, kümmern sie die zahlreichen Bedenken der Kosten der exzessiven Vorstandsvergütungen wenig. So wurde in der ökonomischen Literatur<sup>43</sup> heraus gearbeitet, daß zwar hohe Vergütungsunterschiede den Turniercharakter der inneren Arbeitsmärkte in einem Unternehmen stärken und individuelle Leistungsanreize erhöhen. Studien von soziologischer und psychologischer Seite haben jedoch nachgewiesen, daß die durch Turniere erzeugten Vergütungsungleichheiten zu niedrigerer Produktivität, niedrigerer Produktqualität, schlechterer Arbeitsmoral und höherem Wechsel bei den Arbeitnehmern führen<sup>44</sup>.

Es läßt sich somit festhalten, daß nicht durch Unternehmenssonderlagen sachlich gerechtfertigte Aktienoptionspläne die Eigentümer der Unternehmen nicht nur durch die Steuernachteile schädigen und deren Unwirtschaftlichkeit aufgrund der subjektiven Abwertung der Optionen aufgrund der Risikoaversion der Vorstände, sondern auch noch durch die Verminderung der Produktivität der anderen Arbeitnehmer<sup>45</sup>.

Vorstände können daher eine astronomische Vergütung nicht mit der Behauptung verteidigen, ihre Vergütung sei der Ausdruck der Talente eines Superstars. Die dargestellten Vergütungen etwa im Falle der Deutschen Bank und DaimlerChrysler sind vielmehr Ausdruck des Versagens der „Corporate Governance“ in diesen Gesellschaften.

### **3. Analyse der Ausplünderungshypothese unter besonderer Berücksichtigung von Aktienoptionsplänen:**

Im Gegensatz zur Theorie der effizienten Anreize sieht die „Ausplünderungshypothese“ die Vorstandsverträge weniger als ein Mittel zur Problemlösung der Agencybeziehung zwischen Eigentümern und Managern, sondern als Teil des Problems<sup>46</sup>. Bei der „Ausplünderungshypothese“ der hohen Managementvergütungen werden die Unternehmensverwaltungen als die in Kontrollfreiräumen handelnden Herren der Unternehmen angesehen. Ihre hohe Vergütung dient nicht der Vermittlung von Anreizen zu effizientem eigentümerfreundlichen Verhalten, sondern der bloßen Erzielung möglichst hoher Einnahmen für sich selbst.

Obwohl die Unternehmensverwaltungen große Kontrollfreiräume besitzen, bedeutet dies jedoch nicht, daß sie keinerlei Zwängen bei der Zubilligung der Vorstandsgehälter unterliegen. So müssen Aufsichtsrat und Vorstand auch bei Streubesitzaktionären tunlichst vermeiden, daß ein Aufschrei durch die Reihen der Aktionäre geht und diese

---

<sup>43</sup> E. Lazear / S. Rosen, Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts, Journal of Political Economy, 1981, S. 841 ff.

<sup>44</sup> Vgl. hierzu den Übersichtsartikel in O'Reilly / Wade / Pollock, Overpaid CEO's and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation, Stanford University, 1996.

<sup>45</sup> K. J. Murphy, Executive Compensation, in Handbook of Labor Economics (Orley Ashenfelter and David Card eds.), 1999 hat darauf hingewiesen, daß in den USA der Chief Executive Officer eines S&P 500 Unternehmens 1970 insgesamt rund 30 mal mehr als durchschnittlicher Industriearbeitnehmer verdiente. Im Jahre 1996 waren es 210 mal mehr.

<sup>46</sup> L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001, S. 31ff.

auf die Barrikaden und vor die Gerichte treibt und letztlich die Aktien an den Märkten auf Talfahrt schickt<sup>47</sup>.

#### a. Der Gebrauch von Vorstandsoptionen in den USA

Seit den 80er Jahren wurden Vorstandsoptionen in den USA ein immer wichtigerer Bestandteil der Vergütung und wurden noch vor dem Grundgehalt der wichtigste Vergütungsbestandteil<sup>48</sup>. In der Literatur wurde in der durch die Aktienoptionspläne verstärkten Sensitivität der Managergehälter für das Schicksal der Aktionäre eine Verbesserung der Corporate Governance gesehen und Optionspläne als eine Verbesserung der Vergütungstechnologie begrüßt<sup>49</sup>.

In den USA stieg der Index der Kosten für Angestellte in der Privatwirtschaft (Civilian Employment Cost Index) in den 6 Jahren von 1992 bis 1998 um 20%, der Consumer Price Index um 16%. In dieser Zeit stieg der Median des Grundgehaltes der CEO's der 500 größten Unternehmen (S&P 500) um 29% auf 811 tausend Dollar, der Medianbonus um 99% auf 750 tausend Dollar und der Medianbarwert der gewährten Optionen um 335% auf 1,6 Millionen Dollar<sup>50</sup>. Die Mediangesamtvergütung stieg demnach in diesen 6 Jahren um 160 %.

*Bebchuk/Fried/Walker*<sup>51</sup> zeigen, daß ohne den Anstieg der gewährten Optionen die Barvergütung für die CEO's in dieser Zeit zusätzlich um über 1 Million Dollar in bar hätte ansteigen müssen. Die Autoren vermuten, daß dies den entschiedenen Widerstand der Aktionäre und sogar des Gesetzgebers hervorgerufen hätte, der gerade in 1993 die steuerliche Abzugsfähigkeit von nichtleistungsabhängigen Gehaltsbestandteilen für den CEO und die 4 bestbezahlten Angestellten, die über 1 Million Dollar hinausgehen, ausgeschlossen hatte. Optionen werden daher von den Autoren als das Mittel der Wahl bei der Verheimlichung exzessiver Vergütungen bewertet.

Weiterhin zeigen *Bebchuk/Fried/Walker*<sup>52</sup>, daß es völlig ungeklärt sei, wie hoch die richtige Sensitivität der Vergütung von den Unternehmensergebnissen sei. So gebe es wenig empirische Nachweise, daß erfolgsabhängige Vergütungen sich in höheren Aktienpreisen niederschlagen. Es seien nur wenige Anreize nötig, um die Vorstände zu veranlassen, sich anzustrengen. Entscheidender als der Betrag sei vielmehr die Art und Weise der Anreize. Die Struktur der tatsächlich vergebenen Optionen zeige, daß sie weitaus besser durch den Versuch der Ausplünderung der Unternehmen als durch

---

<sup>47</sup> L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001, S. 32ff nennen diese Bereicherungsbeschränkung für die Manager die "The Outrage Constraint".

<sup>48</sup> K. J. Murphy, Executive Compensation, in Handbook of Labor Economics (Orley Ashenfelter and David Card eds.), 1999.

<sup>49</sup> Vgl. K. J. Murphy aaO.; D. Strickland, et al., A Requiem for the USA: Is small Shareholder monitoring effective?, Journal of Finance & Economics, 1966, S. 319 f.

<sup>50</sup> T. Perry/M. Zenner, CEO Compensation in the 1990's: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?, 35 Wake Forest Law Review 2000, S. 123, at Table 1.

<sup>51</sup> AaO. S. 42.

<sup>52</sup> AaO. S. 51.

den Wunsch nach verbesserten Leistungsanreizen erklärt werden können, wie nun im folgenden dargelegt werden wird.

#### **aa. Die Abwesenheit indexierter Optionen**

Verblüffend aus der Sicht effizienter Vertragsanreize sei das nahezu vollständige Fehlen von Vorkehrungen gegen das Einstreichen leistungsloser Millionen im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen. Für die USA wurde festgestellt, daß nur eine von 1000 großen börsennotierten Unternehmen die Ausübungspreise der Optionen an den Marktindex oder das Ergebnis von Konkurrenzunternehmen knüpfe<sup>53</sup>. Auch in Deutschland werden nach Aussagen von Beraterfirmen Optionsprogramme praktisch nie an den Marktindex oder relative Erfolge zu Konkurrenzunternehmen geknüpft, obwohl eine solche Anbindung für eine leistungsbezogene Vergütung sinnvoll wäre<sup>54</sup>. Allerdings begegnet die Leistungsmessung erheblichen praktischen Schwierigkeiten, da stets Sondereinflüsse die wirklichen Leistungen des Vorstandes nach oben oder unten verzerren. Aus diesem Grunde behalten sich die Kontrollorgane auch vor, frei nach ihrer Bewertung bestimmte Beträge zu erhöhen oder zu senken.

Dennoch muß festgehalten werden, daß die Unternehmensvorstände im Ergebnis für einen etwa konjunkturbedingten Anstieg der Aktienkurse bei den üblichen Aktienoptionsprogrammen ohne jede wirkliche Leistungsmessung Millionenbeträge beziehen können. Im Falle einer variablen Optionsausübungspreisanpassung oder eines einfachen Repricing können diese Beträge sogar noch im Falle erheblicher Wertzerstörungen erzielt werden<sup>55</sup>.

#### **bb. Rechnungslegung nach US-Recht und indexierte Optionen**

In den USA müssen Optionen mit einem festen Ausübungspreis und festem Endzeitpunkt, die höher sind als der „fair market value“ bei der Optionsgewährung nicht in die Gewinn- und Verlustrechnung übernommen werden. Es besteht ein Wahlrecht.

---

<sup>53</sup> K. J. Murphy, Executive Compensation, in Handbook of Labor Economics (Orley Ashenfelter and David Card eds.), 1999.

<sup>54</sup> Vgl. S. Johnson / Y. S. Tiang, The Value and Incentive Effects of Non-Traditional Executive Stock Option Plans, 57 Journal Financial Economics 2000, S. 3; E. Rappaport, New Thinking on how to link Executive Pay with Performance, Harvard Business Review, 1999, S. 91 ff. In ihrem Aufsatz erörtern L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001, S. 57 ff. in allen Einzelheiten die in der Literatur angeführten Gründe, die gegen eine Indexierung von Aktienoptionen sprechen: 1. die Kosten der Indexierung, 2. den Wechsel des Unternehmensgegenstandes durch die Manager, 3. die Vermeidung von zu hartem Wettbewerb zwischen den Unternehmen, 4. der Aktienkursanstieg und die Knappheit von Managern, 5. eine exzessive Risikoänderung bei der Projektauswahl, 6. die Sinnlosigkeit von Indexanbindungen aufgrund von kompensierenden Geschäften der Vorstände. Sie kommen zu dem Ergebnis, daß alle vorgebrachten Einwände gegen eine Indexierung nicht stichhaltig sind und die fehlende Indexierung von Optionen daher nicht mit der Theorie effizienter Anreize vereinbar ist, wohl aber mit der Ausplünderungshypothese („Extraction of Rents“).

<sup>55</sup> Vgl. hierzu das genannte Beispiel der DaimlerChrysler AG.



Da indexierte Optionen keinen festen Ausübungspreis aufweisen, müßten die Wertsteigerungen gegenüber dem Ausübungspreis in der Gewinn- und Verlustrechnung gezeigt werden.

Nach den Financial Accounting Standards No. 123 Nr. 14 müssen jedoch auch für die nichtindexierten Optionen die finanzmathematisch richtigen Werte außerhalb der Bilanz mittels Fußnote als Ausgaben angegeben werden, indem das um die Optionsausgaben korrigierte Net income und die Earnings pro Aktie darzustellen sind<sup>56</sup>.

Die zuweilen anzutreffende Behauptung, außerhalb der Gewinn- und Verlustrechnung gehaltene Optionsaufwendungen könnten über den dann möglichen optisch höheren Gewinnausweis zu einem höheren Aktienkurs führen, steht in Widerspruch zu der empirisch gesicherten Theorie der effizienten Kapitalmärkte<sup>57</sup>. Es ist angesichts der Wachsamkeit der Finanzanalysten ungläubwürdig, daß diesen die Höhe der Optionskosten in Form der Verwässerung und damit die Absenkung des Gewinnes pro Aktie letztlich verschleiert werden könnte. Selbst wenn viele Analysten auf diese Weise hinters Licht geführt werden könnten, würde dies den richtig rechnenden Marktteilnehmern erhebliche Gewinne ermöglichen und die unbedarften Analysten und deren Kunden im Ergebnis aus dem Markt entfernen.

Die Verwendung nichtindexierter Optionen ist jedoch unmittelbar auf der Grundlage der Ausplünderungshypothese zu verstehen. Da indexierte Optionen leistungslose Marktgewinne erschweren, ist der Gewinn aus einfachen Optionen für den Vorstand im Schnitt erheblich größer als der Gewinn aus indexierten Optionen.

#### **cc. Zulässigkeit der Aufhebung der Anreize von Aktienoptionsplänen durch Gegengeschäfte**

Es gehört zur Standardrechtfertigung der Aktienoptionspläne, daß sie dazu dienen, die Vorstandsvergütung mit dem finanziellen Schicksal der Aktionäre zu verknüpfen. Erstaunlicherweise werden jedoch vom verantwortlichen Aufsichtsrat in der Praxis keine Maßnahmen ergriffen, die die Vorstände wirksam daran hindern, durch

---

<sup>56</sup> P. Wollmert / J. Hey, in: A.-K. Achleitner / P. Wollmert (Hrsg.) Stock Options, 2002 2. Aufl., S. 154 ff. sowie bereits T. Baums, Festschrift Claussen, 1997, S. 22 mwN.

<sup>57</sup> Vgl. hierzu das Lehrbuch R. A. Brealey/S. C. Myers, Principles of Corporate Finance. Dennoch ist von den einflußreichen amerikanischen Managern versucht worden, den Wert der Optionen möglichst lange und weitgehend im Dunkeln zu lassen, vgl. hierzu die Schilderung bei S. Graff, In Search of Excess, 1991. Der Kampf um eine korrekte Buchführung und die Einflußnahme der Manager auf den amerikanischen Rechnungslegungsboard (FASB) endete damit, daß einfache Optionen wie dargelegt lediglich in den Fußnoten mit ihren Wirkungen auf den Aktienertrag angegeben werden müssen. Die jetzige und damalige Behandlung von Optionen ist ohne sachlichen Grund willkürlich. Der Widerstand der Topmanager diente daher nur der Verheimlichung der Bereicherungsvorgänge, vgl. hierzu L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001, S. 66. Die Autoren führen als Beispiel den Einfluß der gewährten Optionen auf die Gewinne von Microsoft des Jahres 1995/96 an. Der Vorsteuergewinn sank nach Optionen von 3,4 Milliarden auf 2,8 Milliarden US Dollar.

Gegengeschäfte der verschiedensten Art die angeblich so wichtigen Anreize aufzuheben.

Da Vorstände aufgrund ihres Gehalts in erheblichem Umfang gegenüber dem sie anstellenden Unternehmen nicht diversifiziert sind, versuchen sie durch den Verkauf von Unternehmensaktien oder andere mögliche Hedginggeschäfte ihre Diversifikation zu verbessern<sup>58</sup>. Ebenso versuchen sie durch Equity Swaps und möglichst frühzeitige Ausübung ihrer Optionen und durch Weiterverkauf der erworbenen Aktien ihr Risiko zu vermindern<sup>59</sup>.

Das mit Aktienoptionsplänen verbundene Risiko für das einzelne Vorstandsmitglied ist ein weiterer Grund dafür, daß Aktienoptionspläne sich als sehr teure Form der Vorstandsvergütung darstellen. So hat Murphy<sup>60</sup> an realistischen Beispielen durchgerechnet, daß ein Vorstandsmitglied aufgrund seiner Risikoaversion eine barwertig gleich hohe Premiumoption bei realistischen Annahmen über seine Risikoaversion und seine Diversifikation gegenüber einer in bar erfolgenden Zahlung um 237 Prozent abwertet. Dies besagt, daß die Aktionäre - aus ihrem versteuerten Einkommen - ein vielfaches leisten müssen, um diese Form der Bezahlung zu ermöglichen. Daß dies nur in besonderen Fällen ein sachlich gerechtfertigter Weg der Bezahlung ist, erscheint offensichtlich.

Wenn bei Aktienoptionsplänen im Vordergrund die Verbesserung der Anreize zu aktionärsfreundlicherem Verhalten der Vorstände stünde, wäre der natürliche Weg, jede Art von Gegengeschäften vertraglich zu verbieten und mit spürbaren Sanktionen zu belegen und wirksame Kontrollen durchzuführen. Daß dies in der amerikanischen und deutschen Praxis nicht geschieht, zeigt, daß die Vorgabe einer Anreizverbesserung im Wege von Aktienoptionsplänen bei liquiden Unternehmen eine vorgeschobene Argumentation ist. Höhe und Struktur der Vergütungen und die Nutzung von Aktienoptionsplänen sind damit im wesentlichen ein Instrument, auf eine verwickelte und für viele Aktionäre wenig durchschaubaren Weise exzessive Millionenbeträge für die Vorstandsmitglieder zu erzielen<sup>61</sup>.

---

<sup>58</sup> Vgl. für die USA: L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001, S. 76 mwN.

<sup>59</sup> D. M. Schizer, Executives and Hedging: the Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility, 100 Columbia Law Review 2000, S. 444 ff.

<sup>60</sup> K. J. Murphy, Executive Compensation, in Handbook of Labor Economics (Orley Ashenfelter and David Card eds.), 1999, Table 6.

<sup>61</sup> Nach einem Bericht in Focus, Nr. 8, 2002, S. 238 „Den Bankern gehört die Bank“, soll die Deutsche Bank nach internen Zahlen bereits zu 7% ihren Investmentbankern gehören. Als Vorbild diene dabei den Investmentbankern die Zustände bei den US-Investmentbanken: Dort hielten die Topmanager um die 50 Prozent der Firmenaktien. Als Hintergrund wird von Focus das Aktienoptionsprogramm genannt. Sollte dieser Bericht stimmen, würde es sich um eine erstaunliche Enteignung der Aktionäre der Deutschen Bank durch ihre eigenen Angestellten zu handeln.

## **dd. Zu niedrige Optionsausübungspreise**

Es ist unmittelbar einsichtig, daß je weiter gewährte Optionen „im Geld“ sind, je höher also der Wert der Aktie über dem Ausübungspreis des begünstigten Optionsinhabers steht, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, daß bei einem Wertverlust der Aktie die Wirkung der Option als Verlustschutz für den Inhaber eine Rolle spielt. Wirtschaftlich ist der Optionsinhaber in einem solchen Fall Aktionär. Er hat damit auch die von ihm angerichteten Verluste zu fürchten. Wenn etwa der Kurs der Aktie bei 100 steht und der Vorsitzende das Recht hat, diese für 50 zu kaufen, ist die Wahrscheinlichkeit nur gering, daß der Wert der Aktien auf 50 fällt. Damit trägt der Vorstand bis zu dem niedrigen Wert von 50 wirtschaftlich dasselbe Risiko wie ein Aktionär. Will man jedoch einen Vorstand für seine Leistung in Form eines möglichst großen Kursanstieges belohnen, ist es sinnvoll zunächst den für diese Leistung vorgesehenen Geldbetrag festzulegen und dann in Optionsrechte umzurechnen. Es stellt sich dann heraus, daß viele Optionen nur zu einem sehr hohen Ausübungspreis gewährt werden sollten, also weit „aus dem Geld“ sein sollten<sup>62</sup>.

In der Praxis ist jedoch zu beobachten, daß statt dessen die Optionspreise so niedrig sind, daß nur geringe Kurssteigerungen zu erheblichen Gewinnen der begünstigten Vorstände führen<sup>63</sup>. Diese in der Praxis zu beobachtende Erscheinung steht in Widerspruch zu der Behauptung, Aktienoptionsprogramme seien auf den Wunsch nach einer möglichst gut greifenden Anreizbezahlung zurückzuführen. Ein solcher Einsatz von Optionen ist besser als der Wunsch der Vorstände zu verstehen, in diskreter Weise mit geringsten Risiken die in den Optionen steckenden Werte zu erzielen.

## **ee. Die Verteilung der Aktienoptionen nach Macht statt nach Anreizen**

Es gehört zu den international bekannten Strukturmerkmalen der Vorstands- und Boardvergütungen, daß amerikanische CEOs bisher noch erheblich mehr verdienen als ihre Kollegen in Deutschland und Europa, während diese Vergütungsdifferenzen zu den anderen Vorstandsmitgliedern nicht bestehen<sup>64</sup>. So wird in der Vergütung die Machtstellung des amerikanischen CEO widerspiegelt. Während auch in Deutschland der Vorstandsvorsitzende insbesondere durch seine Zusammenarbeit mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden über einen größeren Einfluß als seine Vorstandskollegen verfügt, ist seine rechtliche Stellung gegenüber seinen

---

<sup>62</sup> Vgl. für die Struktur von Optionen im einzelnen R. A. Brealey/S. C. Myers, Principles of Corporate Finance, Kapitel 20.

<sup>63</sup> B. J. Hall / K. J. Murphy, Stock Options for Undiversified Executives, S. 20 Working Paper Harvard Business School 2000, S. 20 ff. geben an, daß 94 Prozent der gewährten US-Optionen mit einem Ausübungspreis in der Nähe des aktuellen Kurses („at the money“) ausgegeben werden.

<sup>64</sup> J. M. Abowd / M. L. Bognanno, International Differences in Executive and Managerial Compensation, S. 67 ff. in: R. Freeman / L. Katz, Eds., Differences and Changes in Wage Structures 1995. Die Studie benutzt von vier internationalen Consulting Firms zur Untersuchung von zwölf OECD Ländern (Belgien, Canada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, die Niederlande, Spanien, Schweden, Schweiz, Großbritannien und die USA). Der Vergleich wurde bereinigt um die Steuersätze, Kaufkraft und „public benefits“.

Vorstandskollegen jedoch aufgrund des Prinzips der Gesamtverantwortung des Vorstandes nur beschränkt hervorgehoben. Dieses Prinzip scheint sich auch in der Verteilung der Vergütung durchzusetzen, die bisher die Vergabe der exzessiven Vergütungen ausschließlich an den Vorstandsvorsitzenden verhindert hat. Möglicherweise wird man in Deutschland in Zukunft daher eine gleichmäßigere Verteilung einer Exzeßvergütung vorziehen.

Inzwischen ist das amerikanische System der Optionsvergütung selbst für den Chairman der US Federal Reserve *Greenspan* bedenklich geworden und als eine Bedrohung des Kapitalmarktes und der Integrität der Rechnungslegung erkannt worden<sup>65</sup>. So kritisierte Greenspan die Rechnungslegungspraxis, die es den Unternehmen erlaubt, Aktienoptionspläne nicht als Kosten zu verbuchen. Diese hätte die ausgewiesenen Gewinne der größten US-Unternehmen in den Jahren 1995-2000 um 2,5% nach oben getrieben<sup>66</sup>.

Aktienoptionspläne verursachen zudem Anreize zu höherer Aktienvolatilität, da der Wert von Optionen stark von der Volatilität der Aktien getrieben wird. Der Fall Enron in den USA lehrt neben vielem anderen auch, daß Optionen für einen mächtigen CEO dazu führen, daß dieser mit Hilfe kreativer Buchführung und einer mit dem Unternehmen verfilzten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und einem Rechnungslegungsrecht, das Form über Substanz stellt, den Börsenwert seines Unternehmens in grotesker Weise von seinem wirklichen Wert nach oben treiben kann und er hieran aufgrund seiner Aktienoptionen auch jedes Interesse hat. So wurden von Ley und anderen Senior Executives von Enron noch kurz vor der Insolvenz netto mehr als 100 Millionen Dollar privat eingestrichen, wobei zu den Käufern die ahnungslosen eigenen Angestellten gehörten, die damit neben ihrem Arbeitsplatz auch ihre Altersversorgung verloren<sup>67</sup>. Kurz vor der Pleite war den Angestellten zudem vom Topmanagement verboten worden, die Enron Aktien zu verkaufen<sup>68</sup>. In Europa machte der vergleichsweise harmlose Skandal um die Topmanager von ABB Schlagzeilen<sup>69</sup>.

---

<sup>65</sup> "The current accounting for options has created some perverse effects on the quality of corporate disclosures that, arguably, is further complicating the evaluation of earnings and hence diminishing the effectiveness of published income statements in supporting good corporate governance," Financial Times v. 26.3.2002.

<sup>66</sup> Insbesondere die Großunternehmen hatten durch ihre Lobbyarbeit eine Reform dieser Praktik unter der Regierung Clinton 1994 verhindert, Financial Times v. 26.3.2002.

<sup>67</sup> Financial Times, v. 5.2.2002. Nach einem Bericht der Welt v. 15.1.2002 sollen zudem kurz vor dem Zusammenbruch umfangreiche Insidergeschäfte stattgefunden haben. 29 Topmanager hätten am Verkauf ihrer Enron-Aktien rund 1,1 Milliarden Dollar verdient, was von diesen bestritten werde.

<sup>68</sup> Welt am Sonntag, v. 10.2.2002.

<sup>69</sup> Basler Zeitung v. 14.2.2002, S. 1: Dort hatten vor 6 Jahren bei ihrem Ausscheiden Barnevik 148 und Lindahl 85 Millionen Schweizer Franken erhalten, während der Konzern von einem Verlust von 1,2 Milliarden berichten konnte. Kennzeichnend für die Macht der Topmanager und die Heimlichkeit dieser Vergütungen ist der Umstand, daß der Verwaltungsrat erst nach all diesen Jahren die „Zustimmungsprozesse für ungenügend“ erachtet. Von Arbeitnehmervertretern wurde bemerkt, daß diese Bezahlung für zwei Vorstände dem Lohn aller 6000 schwedischen ABB-Beschäftigten entspreche.

Neben dem Anreiz zur Erhöhung der Volatilität üben Aktienoptionen für Vorstände auch andere unternehmens- und aktionärsschädigende Verhaltensweisen aus. So werden falsche Prognosen und Gewinnerwartungen verkündet und die Rechnungslegung je nach den von den Aktienoptionen ausgehenden Anreizen verbogen. Auf der Basis ihres politischen Einflusses haben die Unternehmensverwaltungen selbst die Rechnungslegungsstandards beeinflusst<sup>70</sup>. Die

---

<sup>70</sup> Vgl. hierzu den Bericht der New York Times v. 7.4.2002, der durch die wörtlichen Zitate auch ein wenig den Flavor des Geschehens in der Leitungsetage zu vermitteln vermag: "Over the last few years, executives at some companies released inaccurate earnings statements and, before correcting them, sold large amounts of stock at inflated prices. At others, executives insisted for months that the recent recession would not much affect their businesses. By the time they acknowledged their error, some had sold millions of shares at prices that were just a memory. ... It happened at major technology companies like Oracle and Sun Microsystems. It happened at Guess and at Xerox, at Dollar General, a discount retailer, and at Provident Financial, a credit card company. The discovery of similar practices at Enron, Global Crossing and other bankrupt companies in recent months has caused outrage everywhere from Internet chat rooms to Congressional hearing rooms..."

In 1998 and 1999, Paul A. Allaire, then the chief executive of Xerox, made about \$16 million selling company shares that were trading at more than \$50, according to Thomson Financial. Last week, Xerox agreed to restate its earnings back to 1997 and to pay a \$10 million fine for inaccurate accounting. The stock closed on Friday at \$10.52. At Vitesse Semiconductor, executives including Louis Tomasetta, the chief executive, sold \$53 million of stock in the first two months of last year, more than they had in all of 2000. Before the quarter had ended, the company cut its earnings projection by more than half, and the shares began a descent from \$72 to their current price of \$8.94... Around the same time, Lawrence J. Ellison, Oracle's chief executive, mocked Microsoft for lowering its earnings forecast, saying its products, not the economy, were the cause. A month later, with Oracle's share price steady, Mr. Ellison made his first sale of Oracle stock in almost five years, for a gain of almost \$900 million. Five weeks after that, he acknowledged that Oracle's profit would miss its estimate, and the stock dropped 21 percent in one day... Little, if any, of such behavior by executives was illegal. Regulators say executives probably broke the law in only a few cases, when they sold shares while evidence suggested that they knew their stock would soon fall or that they deliberately reported inaccurate information. Xerox offers a recent example of the phenomenon. From 1997 to 2000, the company exaggerated some profits by prematurely counting revenue from leasing copiers, according to the S.E.C. The move allowed Xerox to meet its earnings projections and gloss over the decline of its business, analysts say. An assistant treasurer at the company, James Bingham, had questioned its accounting standards, but Xerox fired him in 2000, calling him disgruntled. Last week, the company agreed to pay the fine, by far a record for a financial reporting case, stemming from some of the same accounting practices Mr. Bingham had faulted. For much of the period, Mr. Allaire was Xerox's chief executive, and he was chairman the entire time. Barry D. Romeril was its chief financial officer from 1999 until last year. Both seem to have benefited from Wall Street's delay in understanding Xerox's problems. In addition to the \$16.5 million that Mr. Allaire pocketed by exercising stock options when Xerox shares were trading at \$54 or more, Mr. Romeril sold \$1.2 million worth of shares, according to Thomson Financial...

In other S.E.C. cases, executives have often kept much of the profit they made before their companies restated earnings. This year, David A. Thatcher, the former president of Critical Path Inc., an e-mail provider based in San Francisco, pleaded guilty to conspiracy to commit securities fraud and agreed to pay a \$110,000 fine. He did not have to return any of the \$8.6 million he made selling Critical Path stock in 2000 because he made his final stock

aus den unterlassenen oder verfälschten Angaben im Wege von Aktienverkäufen erzielten Millionengewinne verblieben bisher unangetastet in den Taschen der betreffenden Vorstände.

## **b. Empirische Untersuchungen zur Wirkung von Aktienoptionsplänen**

In einer empirischen Untersuchung zu den Auswirkungen von Aktienoptionsplänen kommen für die USA Gerety, Hoi und Robin<sup>71</sup> zu dem Ergebnis, daß der Unternehmenswert nicht steigt, wenn für Senior Manager Aktienoptionspläne aufgelegt werden.

In ihrer Arbeit legen die Autoren empirische Daten zu den Reaktionen der Aktienmärkte vor, wenn Aktienoptionspläne zur Genehmigung durch die Aktionäre vorgeschlagen werden. So hatte die National Association of Corporate Directors 1995

---

sale in August, the month before evidence suggested that he committed fraud, an S.E.C. official said. In October and November of 2000, David C. Hayden, the company's chairman, sold 140,000 Critical Path shares. For the year as a whole, he sold 540,000 shares for a gain of \$25 million, according to Thomson Financial. The stock closed at \$2.35 on Friday, down from as much as \$85 during the executives' sales...

Mistaken bullishness may also have increased the stock gains for executives at two of the nation's largest technology companies. At the end of 2000, with the economy softening and many managers cutting their capital-spending budgets, technology companies began to predict that they would struggle in the months ahead. Hewlett-Packard, Intel, Microsoft and Motorola all warned of trouble in November and December. Two companies, however, remained conspicuously optimistic. At Oracle, Mr. Ellison and Jeffrey O. Henley, the chief financial officer, said struggling companies had themselves to blame. "We're in the right market at the right time," Mr. Henley said on Dec. 14. "Microsoft is in yesterday's technology." At Sun Microsystems, meanwhile, executives acknowledged that the economy was weakening but said that the downturn might actually help their business, as companies shifted their spending. "There are companies out there that said they have no idea how things are going to go in the next few months. We're not saying that," Michael Lehman, Sun's chief financial officer, told analysts in January 2001. Less than a week later, with Sun's stock holding steady around \$32, Edward J. Zander, Sun's president, sold shares worth more than \$8 million. Other Sun executives divested part of their stakes, too. At Oracle, Mr. Henley made \$31 million selling stock for \$32.31 a share in January, and Mr. Ellison, among the country's richest people, made almost \$900 million, according to Thomson Financial. By March, both companies started saying that the soft economy would, indeed, hurt their profits. Shares of both ended the month at around \$15."

<sup>71</sup> M. Gerety / C. Hoi / A. Robin, Do Shareholders Benefit from the Adoption of Incentive Pay for Directors, *Financial Management*, 2001, S. 45 ff. Die Untersuchung beruht auf Proxy Statements von 289 Unternehmen zwischen 1988 und 1998, die Aktienoptionspläne für ihre Senior Executives vorgelegt haben. Die von A.-K. Achleitner / D. Wichels, Stock-Option-Pläne als Vergütungsbestandteil wertorientierter Entlohnungssysteme, in: A.-K. Achleitner / P. Wollmert (Hrsg.) *Stock Options*, 2002 2. Aufl., S. 3 sowie C. Löwe / U. D. Sieber, Erfahrungen mit dem Einsatz von Stock-Option-Plänen, in: A.-K. Achleitner / P. Wollmert (Hrsg.) *Stock Options*, 2002 2. Aufl., S. 53 ff. behauptete allgemein positive Reaktion auf die Ankündigung von Stock Option Pläne für Führungskräfte ist damit als widerlegt anzusehen. Grund ist wohl, daß die Börse inzwischen erkannt hat, daß die meisten Aktienoptionspläne nicht die von A.-K. Achleitner / D. Wichels aaO. im nächsten Satz als Voraussetzung genannten Bedingungen der anreizkompatiblen Gestaltung erfüllen, sondern sich in der Tat „wenig effektive und unter Kostengesichtspunkten ineffiziente Anreizsysteme“ darstellen.

einen sog. Blue Ribbon Report herausgegeben, der eine dringende Empfehlung zur Nutzung von „equity based compensation to align the interests of shareholders and directors“ enthielt. Dieser Empfehlung sind viele US-amerikanische Unternehmen gefolgt. Die Autoren der Studie haben es nun unternommen, die empirisch wenig untersuchte Frage zu beantworten, ob die Aktionäre tatsächlich von den der Hauptversammlung vorgelegten Optionsvergaben etwas gewonnen haben. Hierzu sind die Autoren von der Überlegung ausgegangen, daß der Aktienmarkt eine positive Reaktion hätte zeigen müssen, wenn die vorgeschlagen Pläne eine bedeutsame Verbesserung der Anreize der Direktoren mit sich bringen würde, für eine Erhöhung des Unternehmenswertes zu sorgen. Wenn jedoch die Pläne die Anreize der Manager nicht wesentlich beeinflußt hätten, müßte man keine Reaktion oder sogar eine negative Reaktion an den Aktienmärkten beobachten.

Das Ergebnis der Studie war, daß die Reaktion an den Aktienmärkten auf die vorgeschlagene Anreizbezahlung wirtschaftlich und statistisch insignifikant war. Die behaupteten Vorteile für den Unternehmenswert konnten im Beobachtungszeitraum nicht festgestellt werden.

Darüber hinaus konnte die Studie die auch von anderen Arbeiten festgestellten Zusammenhänge zwischen der Qualität der Corporate Governance des Unternehmens und der Vergütungsweise des Managements bestätigen. Wenn der Einfluß des CEO auf die Auswahl der Direktoren steigt, sinkt die Kontrolle des Board über die Manager und ihre Selbstbedienungswünsche. Der Aktienmarkt reagiert daher negativ, wenn Equityanreizpläne der Hauptversammlung vorgeschlagen werden, bei deren Entwurf der CEO beteiligt war. Cross-sectional Tests der Autoren ergaben, daß die empirischen Ergebnisse ihrer Eventstudie robust sind. Bei einer Untersuchung der Details der Anreizpläne ergab sich, daß diese im wesentlichen dazu führten, die Gesamtvergütung der Direktoren zu erhöhen. Auch die Bezugsbedingungen waren für die Direktoren deutlicher besser als in weniger vom CEO beherrschten Unternehmen.

Die von Jensen<sup>72</sup> sanguin begrüßte und von vielen Investoren und der Geschäftswelt übernommene Sicht, daß die Vergabe von StockOptions an Vorstände die Vergütungssysteme verbesserten, hat sich damit als falsch erwiesen. Grund hierfür könnte insbesondere sein, daß sich angesichts der üblichen Fehler in der Kontrolle der Unternehmensleitung die von ihm betonte Voraussetzung der langfristigen Unzulässigkeit des Verkaufs der Optionen nicht durchsetzen ließ<sup>73</sup>.

---

<sup>72</sup> M. Jensen, The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, Journal of Financial Economics 1993, S. 831 ff.: „The recent trend to pay some board members fees in stock or options is a move in the right direction.“ Vgl. hierzu auch das Buch von R. Monks / N. Minow, Corporate Governance, 1995: As with executive pay, the important question is not „how much“ but „how“... But the important goal here is for directors to have enough of their own financial future at risk to think like shareholders.“

<sup>73</sup> „Discouraging board members from selling ths equity is important so that holdings will accumulate to a significant size over time.“ Darunter muß natürlich jede wirtschaftliche Form des Verkaufs, wie etwa „quiet hedging“ fallen.

Ebenso könnte sich die von Jensen vorgenommene Überbetonung der finanziellen Anreize als falsch erwiesen haben. Nach Lorsch und MacIver<sup>74</sup> werden das Prestige und die geschäftlichen und sozialen Verbindungen mit der Vorstandseigenschaft von den beteiligten Personen als wertvoller erachtet als monetäre Belohnungen. Coles und Hoi<sup>75</sup> haben zudem darauf hingewiesen, daß der Arbeitsmarkt bereits genügend Anreize zur Verfügung stelle, die das Interesse der Vorstände mit denen der Aktionäre auf eine Linie bringe, so daß weitere und zudem teure Anreizstrukturen durch Aktienoptionspläne überflüssig sind. Die astronomischen Vergütungen für Vorstände könnten zudem ein Gegenwahlproblem, „adverse selection“, für die Rekrutierung des Vorstandsnachwuchses ausgelöst haben.

Aktienoptionspläne wurden von der Blue Ribbon Commission on Director Compensation of the National Association of Corporate Directors zu den sechs „best practices“ gezählt und nachdrücklich empfohlen. Es handelt sich in dieser verallgemeinerten Weise damit wohl lediglich um die „best practice“ der Direktorenbereicherung.

### **c. Die Diskussion um die richtige Verbuchung von Aktienoptionen**

Ein besonderes Problem stellt die richtige Verbuchung von Aktienoptionen dar. So müssen - wie dargelegt - auch nach den Rechnungslegungsstandards der USA die gebräuchlichen Optionspläne nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung angegeben werden. Die hiervon ausgehende Verzerrung beim Ausweis des Personalaufwandes führt bei den 500 größten US-Unternehmen (S&P 500) dazu, daß die Gewinne um 13 Prozent zu hoch angegeben werden<sup>76</sup>. Im Schnitt haben die US-Konzerne 16 Prozent ihres gesamten Aktienbestandes in Form von Optionen an Mitarbeiter vergeben<sup>77</sup>.

---

<sup>74</sup> J. W. Lorsch / J. MacIver, 1989, *Pawns and Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston M.A. Harvard Business School Press.

<sup>75</sup> J. L. Coles / C. K. Hoi, *New Evidence on the Market for Directors: Board Membership and Pennsylvania Senate Bill*, Arizona State University, College of Business, Working Paper, June 2001, erscheint in: *Journal of Finance*.

<sup>76</sup> Vgl. Handelsblatt v. 14.3.2002: „Aktienoptionen schaden den Aktionären.“ Dort werden Analystenschätzungen zitiert, nach denen etwa die Internetfirma Yahoo bei Verbuchung ihrer durch die Optionspakete entstandenen Kosten anstelle eines Gewinnes von 12 Cents pro Aktie einen Verlust von 2,30 US Dollar verzeichnen würde. Beim Computerhersteller Compaq wäre der Gewinn um 65% niedriger, beim Reifenhersteller Goodyear um 64%. Bei Hewlett-Packard wäre anstelle eines Gewinnes von 417 Millionen Dollar ein Verlust von 281 Millionen Dollar angefallen.

Nur zwei von 500 Standard & Poor's Unternehmen verbuchen ihre Optionsplankosten als Personalaufwand. Nach einer auf SEC Unterlagen beruhenden Untersuchung von Bloomberg belaufen sich für das Jahr 2001 die Optionsplankosten der 30 Dow-Jones Indexunternehmen auf 11,8 Milliarden Dollar, ein Drittel mehr als im Jahr 2000, davon allein von Microsoft 2,3 Milliarden Dollar. Bei 11 Dow-Gesellschaften wäre der Jahresgewinn um 10% niedriger ausgefallen, hätten sie ihre Optionskosten in der Erfolgsrechnung offenbart. Nach Credit Suisse First Boston soll der Gewinn der S&P 500 Unternehmen aufgrund der Buchungsauslassung 13 Prozent niedriger liegen, FAZ v. 6.4.2002, S. 25. Vgl. für ähnliche Studien auch *The Economist*, 6.4.2002, S. 12.

<sup>77</sup> Nach Analysten der Investmentbank Bear Stearns, in: Handelsblatt v.14.3.2002: „Aktienoptionen schaden den Aktionären.“



Ohne eine Verbuchung in der Gewinn- und Verlustrechnung als Personalaufwand in den HGB-Einzelabschlüssen der Unternehmen sind die hohen Kosten der Vorstandsvergütung im Wege von Aktienoptionen nicht steuerlich abzugsfähig. Geht man von einer durchschnittlichen Besteuerung der Unternehmensgewinne von annähernd 50 Prozent aus, sind die tatsächlichen Kosten eines Aktienoptionsplans für die Aktionäre nochmals um diese 50 Prozent erhöht.

Nicht für die steuerlich entscheidenden HGB-Abschlüsse, sondern für den Bereich der Konzernrechnungslegung hat es in Deutschland in jüngster Zeit eine noch nicht beendete Diskussion über die anzuwendende Verbuchungsmethode für Aktienoptionen gegeben, die hier wegen ihrer Argumente und der durchscheinenden Lobbystruktur kritisch analysiert wiedergegeben werden soll.

So hat der Deutsche Standardisierungsrat in seinem Entwurf des Deutschen Rechnungslegungsstandard Nr. 11 – E DRS 11 – zur Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entgeltformen festgestellt, daß Erwerbsrechte auf Aktien als Gegenleistung für Arbeits- und sonstige Dienstleistungen des Empfängers gewährt werden und *als Personalaufwand in Höhe des Gesamtwertes der Aktienoptionen zu verbuchen sind*. Ein Betrag gleicher Höhe ist der Kapitalrücklage zuzuführen. Personalaufwand und Dotierung der Kapitalrücklage sei über den Leistungszeitraum zu verteilen.

Die überwiegende Zahl der Stellungnahmen haben diese Beurteilung unterstützt<sup>78</sup>.

Vom Bundesverband der deutschen Banken wurde allerdings vorgetragen, daß die Ausgabe von Optionen lediglich die Gesellschafter-, nicht aber die Gesellschaftsebene berühre, so daß der gebuchte Personalaufwand nur fiktiver Natur sei. Von Vertretern der Volkswagen AG wurde noch hinzugefügt, daß durch die Erfassung als Aufwand die Altaktionäre sogar doppelt belastet würden, da es neben der Verwässerung ihrer Kapitalanteile aufgrund der Aufwandsverbuchung auch noch zu einer Verminderung des Jahresergebnisses als Ausschüttungsbemessungsgrundlage komme, obwohl der Erfolg der Geschäftstätigkeit nicht berührt sei.

Der Deutsche Standardisierungsrat hat dem entgegen gehalten, daß die Arbeitsleistung der Optionsempfänger unmittelbar nur der Gesellschaft und nur mittelbar den Gesellschaftern zugute komme und in gleicher Weise wie eine in bar oder mit Sachwerten vergütete Arbeitsleistung für die Gesellschaft aufgrund des Angestelltenverhältnisses erbracht werde. Zudem bestehe kein Vertrag zwischen den Empfängern und den Aktionären und damit sei die Gesellschaftssphäre berührt.

Dieser Ansicht ist zuzustimmen. Sie sollte zudem auch in der Optionskostenverbuchung der maßgeblichen Einzelabschlüsse und damit auch in den Steuerbilanzen Eingang finden. Die gegenteilige Ansicht erfaßt wirtschaftlich nicht den tatsächlichen Strom der Güter und Dienstleistungen. Die Behauptung der Vertreter der Volkswagen AG, der Aktionär sei bei Erfassung als Personalaufwand

---

<sup>78</sup> Entwurf des Deutschen Rechnungslegungsstandard Nr. 11 – E DRS 11 – zur Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entgeltformen, siehe den Entwurf und die Stellungnahmen unter <http://www.drsc.de/ger/standards/overview/e-drs%2011.html>.

doppelt geschädigt, verdreht den wirtschaftlichen Vorgang: Optionspläne schädigen den Aktionär durch die Verwässerung seiner Anteile. Die Abbildung dieser Schädigung erfolgt bisher nicht beim Unternehmen, da man von einer rechtlichen Trennung der Sphären Gesellschafter und Unternehmen ausgeht. Der Altaktionär erhält als Gegenleistung zu den gewährten Optionen einen durch die Arbeitsleitung beim Unternehmen hoffentlich entsprechend erhöhten Gewinn, der aber mit rund 50 Prozent zu versteuern ist. Der zu diesem Gewinn führende Aufwand kann nach der geltenden Rechtslage nicht beim Aktionär, und im Falle der Praxis der Nichterfassung als Personalaufwand auch nicht beim Unternehmen steuerlich geltend gemacht werden. Wirtschaftlich ist damit der Aktionär bei einer derartigen Bezahlung um den Wert der Optionen in voller Höhe geschädigt. Er verliert damit im Vergleich zu einem in den Zahlungsströmen und damit auch in den Anreizen völlig identischen System der Wertsteigerungsrechte (virtuellen Optionen), die als Personalaufwand verbucht werden, bei den gegenwärtigen Steuersätzen rund die Hälfte dieser Zahlungen noch einmal<sup>79</sup>. Bis auf die wenigen Sonderfälle von Liquiditätsengpässen im Falle einer Insolvenz oder eines jungen Wachstumsunternehmens ist es wirtschaftlich sachlich nicht rechtfertigbar, die bei gleichem Geldstrom doppelt so teure Alternative zu wählen. Erst bei einer zukünftigen Einführung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der in den Optionen aufgewendeten Personalkosten, kann die Ausgabe realer Optionen an Vorstände sinnvoll sein.

Wenn die Vertretung der Volkswagen AG behauptet, daß die Aktionäre doppelt geschädigt seien, trifft dies im Gegenteil auf die geltende Rechtslage zu. Die im Rechnungslegungsstandard vorgeschlagene indirekte Belastung der Aktionäre vermittels Verbuchung als Erfolgsaufwand beim Unternehmen ist damit lediglich eine Verschiebung des Verbuchungsortes an den richtigen Platz mit einer rund 50 prozentigen Verminderung nach Steuern. Wenn aufgrund der damit einhergehenden geringeren Ausschüttung von den von VW-Vertretern eine Schädigung der Aktionäre angenommen wird, ist dies eine schräge Argumentation mit Hilfe von Buchungstricks. Die verminderte Ausschüttung ist kein Schaden im Vergleich zur Verbuchung beim Aktionär, da sich die Ausschüttung nur um den Steuersatz auf den Aufwand, also um rund 50 Prozent als Belastung erweist. Über beide Ebenen saldiert ist die Verbuchung als Erfolgsaufwand nicht nur buchhalterisch richtig, sondern auch wirtschaftlich für die Eigentümer des Unternehmens die einzig richtige<sup>80</sup>.

---

<sup>79</sup> Vgl. hierzu E. Wenger / L. Knoll / C. Kaserer, Stock Options, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 28. Jg., 1999, S. 35 ff.; L. Knoll, Anmerkungen zum impliziten Verwässerungseffekt virtueller Optionsprogramme, Journal für Betriebswirtschaft, 49. Jg., 1999, S. 4 ff.; Knoll, Aktienoptionsprogramme im Vergleich, Personalwirtschaft, 24. Jg. 1997, S. 34 ff.; B. Pellens / N. Crasselt, Bilanzierung virtueller Aktienoptionsprogramme aus finanzwirtschaftlicher Sicht, in: A.-K. Achleitner / P. Wollmert (Hrsg.) Stock Options, 2002 2. Aufl., S. 173 ff.

<sup>80</sup> Bei den Bilanzbuchhaltern des VW Konzern scheinen unzutreffende Vorstellungen über den Sinn von Unternehmen zu bestehen, die sie zu ihren merkwürdigen Rechenergebnissen verleitet haben. Das VW-Gesetz, das im Ergebnis dem Staat die entscheidende Kontrolle über den Konzern ermöglicht, mag zu dieser Fehlwahrnehmung seinen Beitrag leisten. Es ist in der Literatur seit altersher gezeigt worden, daß die Aktiengesellschaft eine Veranstaltung der Aktionäre und Kapitalgeber ist und sein muß, will sie Kapitalgeber finden und lebensfähig bleiben, vgl. hierzu ausführlich M. Adams, Eigentum, Kontrolle und Beschränkte Haftung,

Die folgende Tabelle macht dies deutlich: Es geht hier um eine AG, die – ohne Berücksichtigung der Optionsplankosten – einen Gewinn von 10 aufweist. Die Optionsplankosten betragen 2. Die Steuern (Einkommensteuer, Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer) auf den Gewinn über alle Ebenen von Gesellschaft und Aktionären sollen insgesamt 50 Prozent betragen.

<b>Verbuchung von Aktienoptionen</b>				
<b>Fall 1:</b>		<b>Aktionäre</b>	<b>Unternehmen</b>	
	<b>Ohne</b>			
	Verbuchung als	-2	10	Gewinn ohne Optionskosten abzgl. 50% Steuern (GewSt; KSt, Est)
	Kosten aus dem Optionsplan:		-5	
	Summe	<u>-2</u>	<u>5</u>	
	<b>Gesamtsumme über Aktionäre und Unternehmen:</b>	<b>3</b>		
<b>Fall 2:</b>		<b>Aktionäre</b>	<b>Unternehmen</b>	
	<b>Mit</b>			
	Verbuchung als	0	10	Gewinn ohne Optionskosten Personalaufwand aus dem Optionsplan davon 50% Steuern (GewSt; KSt, Est)
	Kosten aus dem Optionsplan:		-2	
			-4	
	Summe	<u>0</u>	<u>4</u>	
	<b>Gesamtsumme über Aktionäre und Unternehmen:</b>	<b>4</b>		

Gegen den Vorschlag, Optionen als Personalaufwand zu verbuchen, kann auch nicht eingewandt werden, diese führe zu erhöhten Kapitalaufnahmeschwierigkeiten bei den Investoren für die verbuchenden Unternehmen. Die Erfassung der Optionskosten im Personalaufwand ist nur eine buchhalterische Maßnahme, die auf die Wirklichkeit des

---

1991, S. 23 ff. sowie H. Hansmann, The Ownership of Enterprise, 1996, Harvard University Press. Vgl. für einen differenzierenden Bilanzierungsvorschlag W. Haarmann, in: A.-K. Achleitner / P. Wollmert (Hrsg.) Stock Options, 2002 2. Aufl., S. 119 ff.

Unternehmens, seine Märkte und Konkurrenten keinerlei Einfluß hat und auch die Geschäftstätigkeit nicht berührt. Wenn die Anleger auf den geringeren Gewinnausweis aufgrund der Verbuchung der Optionen in der Gewinn- und Verlustrechnung reagieren, zeigt dies lediglich, daß ihnen die Wirkung und Kosten der sie unmittelbar schädigenden Optionen nicht vor Augen standen. Eine Ausstattung von Unternehmen mit Eigenkapital auf der Grundlage falscher Annahmen über den wirklichen Ertrag nach einem Optionsplan ist falsch eingesetztes Kapital und eine volkswirtschaftliche Fehlallokation. Sollten sich aufgrund eines solchen Ausweises die Aktienkurse verändern, stellen auch diese nichts anderes als eine Korrektur eines Marktversagens aufgrund vorheriger Fehlwahrnehmungen dar.

#### **d. Der Vergütungsvergleich mit Unternehmen ohne Managementkontrollprobleme**

Während es in mittelständischen Unternehmen ein Kuriosum wäre, wenn ein Geschäftsführer den Versuch unternimmt, seinen Gesellschaftern zu verbergen, wie hoch seine Vergütung eigentlich ist, ist dieses Vorgehen dank des politischen Einflusses der beteiligten Manager in den deutschen Aktiengesellschaften immer noch die Norm. So sind in Deutschland die Bezüge der Vorstände bisher in der Rechnungslegung der Unternehmen nicht im einzelnen ausgewiesen. Fragen von Aktionären in der Hauptversammlung zu diesem Thema werden nicht beantwortet. Das Fehlen des personenbezogenen Einzelausweises stellt sich jedoch nicht als allzu dramatischer Offenheitsmangel dar, da die Gesamtbezüge des Vorstands angegeben werden müssen und die Aktionäre damit zumindest den Durchschnittsaufwand pro Vorstandsmitglied ermitteln können. Von entscheidender Bedeutung für das Geschehen um die Vorstandsbezüge ist jedoch der Umstand, daß der Wert des wichtigsten und kostspieligsten Teiles der Gesamtvergütung den Aktionären bisher nicht mitgeteilt wird und sogar unter Inkaufnahme von Auskunfts- und Anfechtungsprozessen sorgfältig und beinhaltet vor den Aktionären verborgen gehalten wird.

Für die USA ist entscheidende Ursache für die zu beobachtenden Millionenvergütungen die Machtvollkommenheit des CEO und seine unzureichende Kontrolle durch Outside-Directors. Der CEO hat seinen eigenen Vergütungsfestlegungsprozeß in der Hand und nutzt diesen zuweilen zur Ausplünderung der Aktionäre. In Deutschland scheint der Versuch der Nachahmung der US-amerikanischen Mißstände von Seiten interessierter Unternehmensverwaltungen weder durch das Aufsichtsratsystem noch durch die Mitbestimmung aufgehalten zu werden. Mit einem Aufsichtsratsvorsitzenden von der Deutschen Bank als entscheidendem Machtzentrum für die Vergütung kann den privaten Aktionären der DaimlerChrysler AG wenig Hoffnung auf Schutz vor Ausplünderung im Wege unwirtschaftlicher und ungerechtfertigt teurer Aktienoptionspläne erwachsen. So findet die gleichermaßen überzogene Besoldung der Vorstandsmitglieder der Deutschen Bank im gleichen Gewande wie bei DaimlerChrysler im Wege steuerschädlicher Aktienoptionsprogramme statt. Dieses Verhalten steht im Gegensatz zu den Vergütungssystemen von unter enger Kontrolle privater Eigentümer stehender Gesellschaften.

Als **rechtspolitische Schlußfolgerung** ist bereits hier zu fordern, daß die schon bei der Aktienrechtsreform 1997 von einigen der beteiligten Wissenschaftlern verlangte Vergütungstransparenz nun durch eine neue Reform rechtsverbindlich eingeführt wird<sup>81</sup>.

In Unternehmen, die etwa aufgrund ihres Wachstums oder ihrer drohenden Insolvenz nicht in der Lage sind, vorzügliche Manager in bar zu vergüten und daher eine Vergütung in Aktien vorziehen, sind Aktienoptionspläne ein mögliches Mittel der Vergütung, um die Liquidität des Unternehmens zu schonen. Sie ermöglichen in diesen Fällen den Unternehmen ein schnelleres Wachstum oder das wahrscheinlichere Überleben. Dies gilt auch dann, wenn sich die Wertverschiebung hin zu den Vorständen als nicht steuerlich geltend machbarer Personalaufwand darstellt und damit mehr als das Doppelte kostet wie etwa ein Wertsteigerungsplan, virtuelle Optionen oder Phantom Stocks. Dennoch ist es unter keinem Gesichtspunkt zu rechtfertigen, daß die Vergütung und ihre gesamten Kosten nicht transparent den Aktionären im Vorstandsbericht und erst Recht auf Fragen von Aktionären in der Hauptversammlung hin klar vor Augen geführt werden. Nur bei Einführung dieser Transparenz kann zarte Hoffnung keimen, daß ein Teil der besonders exzessiven Bereicherungsvorgänge durch die Unternehmensverwaltung aufgrund des dann möglichen Widerstandes der Öffentlichkeit ein Ende finden wird.

#### **D. Die gerichtliche Überprüfbarkeit der Vergütungsentscheidungen**

Allerdings ist mit der Schaffung von Transparenz noch nicht die gesamte Gefahr der Ausplünderung der Unternehmen durch exzessive Vergütungen beseitigt. Das Beispiel der USA und der dort immerhin pro forma außerhalb der Bilanz den Aktionären nachrichtlich mitgeteilten Gewinnverminderungswirkungen der Aktienoptionsprogramme lehrt, daß Transparenz allein keine hinreichende Hürde vor der Ausplünderung der Gesellschaft und ihrer Aktionäre darstellt. Es geht somit im folgenden um die Frage, ob neben der Herstellung uneingeschränkter Transparenz zusätzlich die Vorgabe einer rechtlich verbindlichen Obergrenze für Vergütungen erforderlich ist und wie diese in § 87 AktG bereits in Leerformeln vorgegebene Grenze mit wirtschaftswissenschaftlich begründbaren Inhalten gefüllt werden kann.

##### **1. Die gerichtliche Überprüfbarkeit von Vergütungsentscheidungen des Aufsichtsrates**

Aus rechtlicher Sicht ist es fraglich, inwieweit die Ermessensentscheidung der Wahl einer Vergütungsstruktur durch die Unternehmensverwaltung einer haftungsauslösenden gerichtlichen Überprüfung zugänglich ist. So wäre es denkbar, daß dem Aufsichtsrat ein gerichtlicher Nachprüfung weitgehend entzogener Ermessensspielraum bei der Vergütungsbemessung zukommt. So räumt die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes dem Vorstand im Rahmen der Wahrnehmung seiner unternehmerischen Führungsaufgabe weitgehende unternehmerische Handlungsfreiheit ein<sup>82</sup>. Eine entsprechende Handlungsfreiheit wird

---

<sup>81</sup> Vgl. hierzu das Sonderheft, Die Aktiengesellschaft, August 1997, S. 21 f.; T. Baums, aaO. S. 35 f.; M. Lutter, aaO. S. 56; E. Wenger, aaO. S. 63 f. jeweils mwN.

<sup>82</sup> Sog. „business judgement rule“; BGHZ 135, S. 244, 253f. – ARAG/Garmenbeck.

dem Aufsichtsrat nur insoweit gegeben, „wie das Gesetz auch ihm unternehmerische Aufgaben überträgt, wie z.B. bei der Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern oder im Rahmen des § 111 Abs. 2 S. 4 AktG, d.h. überhaupt überall dort, wo er die unternehmerische Tätigkeit des Vorstands im Sinne einer präventiven Kontrolle begleitend mitgestaltet“<sup>83</sup>. Die Entscheidung des Aufsichtsrates über die Struktur und Höhe der Vergütung der Vorstandsmitglieder ist zu den unternehmerischen Aufgaben des Aufsichtsrates zu rechnen, da er durch die Ausgestaltung der Anreizstruktur der Vergütung künftige unternehmerische Entscheidungen des Vorstandes steuert und mitgestaltet<sup>84</sup>. Der Aufsichtsrat hat bei der Entscheidung über die Struktur und Höhe der Vergütung von Vorstandsmitgliedern einen unternehmerischen Ermessensspielraum. Eine Verletzung der Pflicht des Aufsichtsrates zur Wahrung der Angemessenheit der Vorstandsbezüge kann daher nur in schwerwiegenden Fällen in Betracht kommen<sup>85</sup>. Eine Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat kommt daher nur dann in Frage, wenn „die Grenzen, in denen sich ein von Verantwortungsbewußtsein getragenes, ausschließlich am Unternehmenswohl orientiertes, auf sorgfältiger Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes unternehmerisches Handeln bewegen muß, deutlich überschritten sind“<sup>86</sup>. Soweit diese Grenzen eingehalten sind, kommt die Annahme einer Pflichtverletzung des Aufsichtsrates bei der Festsetzung der Vergütung eines Vorstandsmitgliedes nicht in Betracht.

## 2. Die Vergütungsobergrenze nach § 87 AktG

Die Gesamtbezüge eines Vorstandsmitgliedes müssen nach der gesetzlichen Regelung in § 87 Abs. 1 S. 1 AktG in angemessenem Verhältnis zu den „Aufgaben des Vorstandsmitgliedes“ und zur „Lage der Gesellschaft“ stehen. Beiden Gesichtspunkten ist gleichzeitig Rechnung zu tragen. Die Höhe der Gesamtbezüge muß im Vergleich sowohl zu den Aufgaben des Vorstandsmitgliedes als auch im Vergleich zur Lage der Gesellschaft angemessen sein<sup>87</sup>.

Im rechtswissenschaftlichen Schrifttum besteht Einigkeit darüber, daß die Aufzählung verschiedener Bestandteile der „Gesamtbezüge“ in § 87 Abs. 1 AktG beispielhaft und nicht als abschließend zu verstehen ist. Unter den Begriff der „Gesamtbezüge“ fallen alle Leistungen, „die einem aktiven Vorstandsmitglied mit Rücksicht auf seine Tätigkeit für die Gesellschaft gewährt werden“<sup>88</sup>, die also „als Entgelt für seine Tätigkeit in den Diensten der AG angesehen werden können“. Dazu zählt nach allgemeiner Ansicht auch die vergütungshalber erfolgende Einräumung von Optionen

---

<sup>83</sup> BGHZ 135, S. 244, 254f. – ARAG/Garmenbeck.

<sup>84</sup> BGHZ 135, S. 244, 254f. – ARAG/Garmenbeck.

<sup>85</sup> Vgl. D. Weiß, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, 1999, S. 142; M. Kramarsch, Aktienbasierte Managementvergütung, 2000, S. 56 Fn.75.

<sup>86</sup> Vgl. BGHZ 135, S. 244, 253 – ARAG/Garmenbeck.

<sup>87</sup> W. Hefermehl in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, Kommentar zum Aktiengesetz, Band II, 1973/1974, § 87 Rdz.7; U. Hüffer, Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage 1999, § 87 Rdz.2; M. Hoffmann-Becking, NZG 1999, S. 797 f.

<sup>88</sup> W. Hefermehl, a.a.O.; Großkommentar zum Aktiengesetz/J. Meyer-Landrut, Band 1, 2. Halbband, 3. Auflage 1973, § 87 Anm.1.

auf den Bezug von Aktien der Gesellschaft<sup>89</sup>. Die Regelung des § 87 Abs. 1 AktG dient nach Ansicht der juristischen Literatur<sup>90</sup> dem Schutz der Gesellschaft, ihrer Aktionäre, Arbeitnehmer und anderer Gläubiger vor sachlich ungerechtfertigten überhöhten Bezügen von Vorstandsmitgliedern.

Der vom Gesetz genannte Maßstab der „Aufgaben des Vorstandsmitgliedes“ betrifft nach Ansicht der Literatur die Art der Aufgaben, die Aufgabenstellung des betreffenden Vorstandsmitgliedes, ihren Schwierigkeitsgrad und ihre Größe sowie ihre Wichtigkeit für die Gesellschaft, namentlich auch das Maß der Verantwortung des Vorstandsmitgliedes<sup>91</sup>. Das zweite Kriterium, die „Lage der Gesellschaft“, bezeichnet nach Ansicht der Literatur<sup>92</sup> die Gesamtsituation des Unternehmens, nicht nur die Ertragslage. So könne eine außergewöhnlich schwierige wirtschaftliche Lage der Gesellschaft die Zahlung einer relativ hohen Vergütung rechtfertigen, wenn sich angesichts der Schwierigkeit einer Sanierung und des Risikos eines Fehlschlags anderenfalls keine geeigneten Personen zur Gewinnung des Vorstandsamts finden lassen. Kriterien zur Beurteilung der „Lage der Gesellschaft“ seien auch die Größe des Unternehmens gemessen an Umsatz, Anzahl der Beschäftigten, in geringerem Maße auch Performance-orientierte Kriterien wie etwa die Eigenkapital- oder die Aktienrendite<sup>93</sup>. Im Schrifttum<sup>94</sup> wird vor diesem Hintergrund mit Blick auf die Einräumung von Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder gefordert, deren Ausübung nicht lediglich von der Entwicklung des Börsenkurses der Gesellschaft abhängig zu machen, sondern auch die relative Kursentwicklung im Verhältnis zu einem Branchenindex („Benchmarking“) oder die Aktienrendite, heranzuziehen, um eine Annäherung der Vergütung an die Lage der Gesellschaft zu erreichen.

---

<sup>89</sup> T. Baums, Festschrift Claussen, 1997, S. 3, 30f.; H.-J. Fonk in Semler (Hrsg.), Arbeitshandbuch für Aufsichtsratsmitglieder, 1999, Rdz. I 109 Fn.277; U. Hüffer, ZHR 161 (1997), S. 214, 234; ders., Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage 1999, § 87 Rdz.2a; M. Hoffmann-Becking, NZG 1999, S. 797, 798; H. Kallmeyer, Die AG 1999, S. 97, 100; K. Kohler, ZHR 161 (1997), S. 246, 255; G. Krieger in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft, 2. Auflage 1999, § 63 Rdz.27; C. Roschmann/P. Erwe in Harrer (Hrsg.), Mitarbeiterbeteiligungen und Stock-Option-Pläne, 2000, Rdz.224ff.

<sup>90</sup> T. Baums, a.a.O., S. 3, 27f.; W. Hefermehl, a.a.O., Rdz.1; M. Hoffmann-Becking, a.a.O.; U. Hüffer, ZHR 161 (1997), S. 214, 234; ders., Kommentar zum Aktiengesetz, a.a.O., Rdz.1; H.-J. Mertens, a.a.O., Rdz.2; J. Meyer-Landrut, a.a.O., Anm.3.

<sup>91</sup> W. Hefermehl, a.a.O., Rdz.7; J. Meyer-Landrut, a.a.O., Anm.3; M. Peltzer, Festschrift Lutter, 2000, S. 571, 574; J. Semler, Festschrift Budde, 1995, S. 599, 601; J. Meyer-Landrut und J. Semler, jeweils a.a.O.; vgl. H.-J. Mertens, a.a.O., Rdz.6.

<sup>92</sup> W. Hefermehl, a.a.O., Rdz.8; J. Meyer-Landrut, a.a.O., Anm.3; M. Hoffmann-Becking, a.a.O.; T. Baums, a.a.O., S. 3, 31, auch zur Kritik hieran aus betriebswirtschaftlicher Sicht; M. Peltzer, Festschrift Lutter, a.a.O.

<sup>93</sup> Die rechtswissenschaftliche Literatur hat noch nicht die modernen, mit der Finanzierungstheorie verknüpften Vergütungssysteme in dieses Schema eingearbeitet, vgl. etwa zum Aufbau einer angemessenen und anreizoptimierten Vergütungsstruktur Vgl. R. Schätzle, Sind Manager ihr Geld wert? Wie wertorientierte Unternehmensführung funktioniert, 2002, insbesondere Kapitel 4.

<sup>94</sup> U. Hüffer, Kommentar zum Aktiengesetz, a.a.O., Rdz.2a; ders., ZHR 161 (1997), S. 214, 236; C. Roschmann/P. Erwe, a.a.O., Rdz.226; vgl. T. Baums, a.a.O., S. 3, 12f., 31.

Weiterhin wird im rechtswissenschaftlichen Schrifttum anerkannt, daß bei der Beurteilung der Angemessenheit der Gesamtbezüge eines Vorstandsmitgliedes i.S. des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG neben den im Gesetz genannten Kriterien „Aufgaben des Vorstandsmitgliedes“ und „Lage der Gesellschaft“ weitere Vergleichskriterien von Bedeutung sind. Genannt werden besondere Fähigkeiten, Kenntnisse und Erfahrungen, die Dauer der Zugehörigkeit zur Gesellschaft, besondere - bisherige oder zu erwartende - Leistungen, die Qualität der Aufgabenerledigung, hervorragende Tüchtigkeit, der Wert der vom betreffenden Vorstandsmitglied der Gesellschaft geleisteten Dienste sowie namentlich der Marktwert des Vorstandsmitgliedes am Markt für Führungskräfte<sup>95</sup>. Der Marktwert eines Vorstandsmitgliedes werde widerspiegelt durch die Art und Höhe der auf dem Markt für Führungskräfte in vergleichbaren Gesellschaften für vergleichbare Tätigkeiten gezahlten Vorstandsbezüge. Die marktübliche Vergütung stellt nach wohl herrschender Auffassung nicht lediglich einen neben den im Gesetz genannten Kriterien zusätzlich zu beachtenden Gesichtspunkt, sondern vielmehr die erstrangige Vergleichsbasis für die Beurteilung der Angemessenheit der Gesamtbezüge eines Vorstandsmitgliedes nach § 87 Abs. 1 S. 1 AktG dar<sup>96</sup>. Wenn im Markt für eine vergleichbare Aufgabe in vergleichbaren Gesellschaften mithin bestimmte Leistungen ihrer Art und Höhe nach üblicherweise geboten und gezahlt würden, habe der Aufsichtsrat dieses Marktdatum seinen weiteren Überlegungen als Ausgangspunkt zugrunde zu legen. Im Anschluß an die Ermittlung der marktüblichen Vergütung als wichtigster Vergleichsbasis für die Beurteilung der Angemessenheit der Gesamtbezüge eines Vorstandsmitgliedes habe der Aufsichtsrat dann unter dem Gesichtspunkt des § 87 Abs. 1 AktG zu prüfen, ob die im Gesetz genannten Beurteilungsfaktoren - Aufgaben des Vorstandsmitgliedes, Lage der Gesellschaft - eine Abweichung nach oben oder unten ermöglichen oder sogar gebieten, weil eine den Marktverhältnissen entsprechende Bezahlung sich gemessen an dem Beurteilungsmaßstab des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG gleichwohl als nicht „angemessen“ im Sinne der Vorschrift erweise<sup>97</sup>.

Der Fehler der oben dargelegten Argumentation ist zunächst die Vorstellung, der Markt für die Vergütung der Führungskräfte sei durchgehend ein unverzerrter Wettbewerbsmarkt und seine Ergebnisse daher eine mehr oder minder richtige Widerspiegelung der Knappheit der verlangten Managementtalente. Vergleiche mit Vergütungen anderer Vorständen können jedoch nur die relativen Einordnungen für die jeweiligen Vergütungen liefern, nicht aber eine absolute Höhe einer Vergütung begründen. Ist zudem der Vergleich auf eine falsche Bezugsgruppe gerichtet, erhält man fehlerhafte Einschätzungen. Wenn etwa die Vergütung von einigen Vorständen aufgrund der Nutzung undurchsichtiger Vergütungssysteme auf astronomische Höhen gestiegen ist, würde bei einem einfachen Vergütungsvergleich dieser Mißstand zur

---

<sup>95</sup> W. Hefermehl, a.a.O., Rdz.7; U. Hüffer, Kommentar zum Aktiengesetz, a.a.O., Rdz.2; ders. ZHR 161 (1997), S. 214, 234; H.-J. Mertens, a.a.O., Rdz.6; J. Meyer-Landrut, a.a.O., Anm.3; s. auch M. Hoffmann-Becking, a.a.O., S. 797, 798; ferner G. Schmitt, DB 1968, S. 1545.

<sup>96</sup> T. Baums, a.a.O., S. 3, 30; H.-J. Fonk, a.a.O., Rdz.I 113; H.-J. Mertens, a.a.O., Rdz.5; M. Peltzer, Festschrift Lutter, a.a.O., S. 571, 575; S. Tegtmeyer, Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in Publikumsaktiengesellschaften, 1998, S. 278; W. Wulff, Aktienoptionen für das Management, 2000, S. 19f.; M. Kramarsch, Aktienbasierte Managementvergütung, 2000, S. 57; vgl. M. Hoffmann-Becking, a.a.O.

<sup>97</sup> Vgl. T. Baums, a.a.O., S. 3, 31.



rechtfertigenden Marktvergütung<sup>98</sup>. Die Auswahl der Vergleichsgruppe muß einen von Mißständen bei der Vergütungsentstehung unbelasteten Marktpreis liefern. Die Höhe mancher der am Markt vorkommenden Vergütungen wird jedoch wesentlich von der Macht der Beteiligten über das jeweilige Unternehmen und sein Vergütungsgremium beeinflußt, so daß die erzielten Vergütungen um die jeweilige Höhe des Versagens der Corporate Governance Problematik des betroffenen Unternehmens vermindert werden müssen. Eine von einem unfähigen oder uninteressiertem Gremium gewährte Vergütung kann daher nicht als Vergleichsmaßstab dienen. In erster Annäherung kann man sagen, daß das Vergütungsgremium eines in Publikumsstreubesitz ohne wichtigen privaten Aktionär befindlichen Unternehmens nur nach besonderer Prüfung als interessiert anzusehen ist. Die von derartigen Gremien gewährten Vergütungen müssen einer besonderen Angemessenheitskontrolle auf ihre Höhe zugeführt werden. Im Ergebnis sind damit nur die Vergütungen zur Grundlage eines Marktvergleichs geeignet, die von einem Vergütungsgremium gewährt werden, das selber aufgrund des kontrollierenden Einflusses von privaten Eigentümern<sup>99</sup> überwacht wird. Erst der Vergleich mit den Vergütungen, die in einem von Kontrollproblemen unbelasteten Unternehmen gewährt werden, kann geeignete und rechtlich zulässige Wettbewerbsmarktdaten liefern. Dies besagt, daß der Aufsichtsrat die Corporate Governance Problematik der verglichenen Unternehmen bei der Festlegung der Vergütungen durch Abschlüsse zu berücksichtigen hat.

So hat die Studie von Gerety, Hoi und Robin<sup>100</sup> nachgewiesen, daß Aktienoptionspläne als Unternehmensschädigung vom Markt verstanden werden, wenn keine Vorsichtsmaßnahmen gegen die Macht der Inside-Directors getroffen wurde. Damit wird die Notwendigkeit eines Fremdvergleichs mit den Gehältern eines unter Privatkontrolle befindlichen Unternehmens deutlich.

Zuweilen wird von deutschen Vorständen und verschiedenen Autoren mit einem Verweis auf die USA ein dortigen Vergütungen ähnliches Niveau für Deutschland eingefordert und gerechtfertigt<sup>101</sup>. Auch hier gilt zunächst, daß die amerikanischen

---

<sup>98</sup> Diese Technik der Vergütungsfestsetzung erklärt die zeitliche Übereinstimmung bei der – zunächst erfolglosen – Einführung von Aktienoptionen bei den großen deutschen Unternehmen. Die Durchsetzung astronomischer Vergütungen kann bei einem auf Marktvergleich beruhenden Vergütungsfestsetzungsverfahren nur gelingen, wenn mehrere Unternehmen mitmachen oder wenn man durch den Kauf von US-Gesellschaften einen neuen Vergleichsmaßstab schafft.

<sup>99</sup> Nun ist es eine bekannte Tatsache, daß Familienunternehmen nicht selten unter der Unfähigkeit oder Charakterschwäche wichtiger Familienmitglieder leiden. Es müssen daher zum Vergleich nur die von den familientypischen Problemen nicht geschädigten kontrollierenden Aktionäre herangezogen werden.

<sup>100</sup> M. Gerety / C. Hoi / A. Robin, Do Shareholders Benefit from the Adoption of Incentive Pay for Directors, Financial Management, 2001, S. 45 ff.

<sup>101</sup> So soll dieses dann berücksichtigt werden können, wenn der Markt für Führungskräfte, auf dem die Gesellschaft tätig ist, „die ausländische Vergütungspraxis räumlich und sachlich einschließt“, U. Hüffer, ZHR 161 (1997), S. 214, 235; D. Weiß, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, 1999, S. 138. Für die Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung in internationalen Konzernen seien angesichts eines Wettbewerbs um Führungskräfte internationale übliche Vergütungsgepflogenheiten zu berücksichtigen, N. Horn, Festschrift

Vergütungen aufgrund ihres als Ergebnis eines übermächtigen, den eigenen Vergütungsprozeß kontrollierenden CEOs keine Rechtfertigung für die Höhe einer Vergütung zu liefern vermögen. Auch für den Fall, daß die Vergütungsstrukturen nicht von der „amerikanischen Krankheit“ infiziert sind, gilt, daß zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung eines deutschen Vorstandsmitgliedes, mag es auch in einem internationalen Konzern tätig sein, die Vergütungsgepflogenheiten auf einem ausländischen Markt für Führungskräfte nur dann zu berücksichtigen sind, wenn das betreffende Vorstandsmitglied auf dem jeweiligen ausländischen Markt für Führungskräfte auch tatsächlich gleichwertige berufliche Alternativen hätte, so daß die Gefahr eines Abwanderns bestünde. Der zur Begründung der Steigerung der Bezüge deutscher Vorstände häufig angeführte Hinweis auf die Internationalisierung des Arbeitsmarktes für Führungskräfte geht fehl, da die Anstellungsmöglichkeiten deutscher Vorstandsmitglieder auf ausländischen, insbesondere angelsächsischen Märkten für Führungskräfte üblicherweise nicht belegt sind. Es ist vielmehr davon auszugehen, daß deutsche Vorstandsmitglieder in der Regel nicht die Alternative haben, in vergleichbarer Position in vergleichbaren Gesellschaften namentlich in Großbritannien und den USA tätig zu sein, von dortigen Tochtergesellschaften deutscher Konzerne einmal abgesehen. Anders als im Verhältnis USA-Großbritannien findet im Verhältnis USA-Deutschland und Großbritannien-Deutschland ein Austausch von Führungskräften der obersten Leitungsebene bislang kaum statt<sup>102</sup>.

Allerdings findet auf der Ebene der internen Arbeitsmärkte der Unternehmen in gewissem Umfang internationaler Wettbewerb statt, der sich auf die Vorstandsgehälter indirekt auswirken kann. Auch wenn somit auf der Ebene der Vorstände kein relevanter Austausch der Führungspersonen mehr stattfindet, gibt es zwischen den alternativen Systemen von Aufstiegsleitern eines deutschen und amerikanischen Unternehmens Wettbewerb. So werden etwa einige deutsche jüngere Mitarbeiter bevorzugt den Weg zu einem amerikanischen Unternehmen gehen und dann dort den Aufstieg suchen. Hierdurch wird die Gehaltsstruktur in Deutschland indirekt beeinflußt, wenn sich deutsche Unternehmen auf diesen Wettbewerb der besonders flexiblen und leistungsfähigen durch eine bessere Bezahlung einstellen müssen. Über die veränderte Behandlung der Mitarbeiter unterhalb der Vorstandsebene gibt es dann einen Einfluß bis hin auf die Bezahlung des Vorstandes, ohne daß es dort noch eines Wechsels bedarf. Noch allerdings ist ein solcher von den jungen Mitarbeitern ausgelöster Druck bisher in Deutschland in der Praxis noch nicht flächendeckend spürbar<sup>103</sup>. Der Wunsch nach den exzessiven US-Gehältern kommt unmittelbar aus dem Vorstandsbüro und nicht aus den Ebenen unter dem Vorstand. Zudem ist das amerikanische Muster der extremen Bereicherung ausschließlich der Vorstände und dabei vornehmlich des CEO angesichts der geringen Wahrscheinlichkeit zu den Begünstigten zu gehören eher eine Schädigung der amerikanischen Anbieter von Karriereleitern, da sich die überwiegende Zahl der anderen Personen ausrechnen kann, daß die Zeche der Exzesse der Wenigen von ihnen erarbeitet werden muß.

---

Buxbaum, 2000, S. 315, 333; ders., Festschrift Lutter, 2000, S. 1113, 1130; H. Kallmeyer, Die AG 1999, S. 97, 101.

<sup>102</sup> Vgl. T. Baums, a.a.O., S. 3, 23.

<sup>103</sup> In den deutschen Universitäten ist dieser Wettbewerbsdruck allerdings Alltag und trägt bedeutend zur Schädigung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit bei, ohne daß allerdings vom staatlichen Monopolnachfrager eine verbesserte Behandlung vorgenommen wird.

Mögen hierfür auch neben sachlichen auch kulturelle Gründe sowie die Verfilzung der CEO-Führungsebenen in den USA mit UK ausschlaggebend sein, so hindern sie im Ergebnis die vergleichsweise Übertragung dieser Vergütungshöhen auf Deutschland<sup>104</sup>. Aufgrund der allgemeinen Unzulässigkeit dieses Vergleichs kann man sich auch zugleich den Versuch ersparen, die zum Vergleich bemühten US- oder UK-Vergütungen als marktgerecht und ohne Corporate Governance Probleme zustande gekommen in die Vergütungsargumentation einzuführen.

Es läßt sich somit festhalten, daß sowohl die Verwendung von US- oder UK-Vergütungsdaten sowie die Gewährung von Vergütungen, die einem Vergleich mit Vergütungen von mit Corporate Governance Problemen unbelasteten Unternehmen nicht standhalten, nicht marktgerecht sind und damit einen Verstoß gegen § 87 AktG darstellen.

### **3. Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat für Optionsprogramme**

Wie gezeigt wurde, sind der entscheidende Treiber der astronomischen Vergütungen im In- und Ausland Optionsprogramme<sup>105</sup>. Die Rechtfertigung für diese Optionsprogramme als Long-Term-Incentive-Maßnahmen haben sich angesichts der konkreten Ausgestaltung der Programme bei näherem Hinsehen bis auf Sondersituationen als unzutreffend erwiesen. Es handelt sich für die Aktionäre um ausgesprochen nachteilige Verfahren, deren wirklicher Vorteil aus der Sicht des Managements in der Undurchschaubarkeit ihrer wirklichen Höhe liegt und damit die Gefahr des Widerstandes der Aktionäre entscheidend vermindert. Dies erklärte auch die vor Gericht zäh verteidigte Geheimhaltung des wirtschaftlichen Wertes der Optionsprogramme vor den Unternehmenseigentümern. Dienten die Optionsprogramme der Verbesserung der Leistungsanreize, gäbe es wenig Grund, diese vor den davon angeblich begünstigten Aktionären geheim zu halten. Da diese von einer Abmilderung des Principal-Agent-Problems ausgehen könnten, würden sie ein solches Programm als wertsteigernd ansehen und die Aktien des jeweiligen Unternehmens höher bewerten mit der Folge, daß auch die Vorstände an dieser Wertsteigerung beteiligt wären. Stünde somit die Leistungsverbesserung im Vordergrund, wäre der Gang in die Öffentlichkeit der von der Unternehmensverwaltung gewählte Weg. Gerichtsprozesse zur Vermeidung einer Wertangabe und zur Gewährleistung der Geheimhaltung vor den Aktionären sind mit der Vorstellung von Anreizverbesserungen durch derartige Optionsprogramme schwerlich zu vereinbaren.

---

<sup>104</sup> Es ist angesichts der Welterfolge deutscher Unternehmen und ihrer Vorstände bei häufig qualitativ gleichwertiger Ausbildung und Tätigkeit nicht sinnvoll anzunehmen, daß die US-Manager einen persönlichen Qualitätsvorsprung aufweisen, der die zu beobachtenden Vergütungsunterschiede im Vergleich zu Deutschland erklären könnte. Als Beispiel denke man nur an die absurd hohen Vergütungen, die an verschiedene ausscheidende amerikanische CEO gezahlt werden mußten, nachdem ihr abgewirtschaftetes Unternehmen von erfolgreicheren deutschen Unternehmen mit Managern übernommen wurde, die (zuvor) nur Bruchteile dieser Gehälter erhalten haben.

<sup>105</sup> K. J. Murphy, Executive Compensation, in Handbook of Labor Economics (Orley Ashenfelter and David Card eds.), 1999.

Nach § 93 AktG haben Vorstandsmitglieder bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden.

Vorstandsmitglieder, die ihre Pflichten verletzen, sind der Gesellschaft zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens als Gesamtschuldner verpflichtet. Ist streitig, ob sie die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters angewandt haben, so trifft sie die Beweislast. Nach § 116 AktG gelten diese Vorschriften für die Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Aufsichtsratsmitglieder entsprechend.

#### **a. Das Aktienoptionsprogramm der DaimlerChrysler Aktiengesellschaft**

Im folgenden soll der Aktienoptionsplan der DaimlerChrysler AG diskutiert und untersucht werden, ob Vorstand und Aufsichtsrat durch das von ihnen durchgesetzte Aktienoptionsprogramm gegen die erforderlichen Sorgfaltspflichten verstoßen haben und daher für die wirtschaftlichen Nachteile des Programms haftbar sind.

Es zeigt sich, daß überzeugende sachliche Gründe für dieses für die Aktionäre und Gesellschaft nachteilige Programm nicht zu erkennen sind. Es handelt sich bei DaimlerChrysler nicht um ein Start-up Unternehmen, das sich die Abzugsfähigkeit des Personalaufwandes in der Gewinn- und Verlustrechnung nicht leisten kann, noch um ein kurz vor der Insolvenz stehendes Unternehmen, das sich eine Bezahlung guter Vorstände gleichfalls nicht anders zu sichern vermag. Einziger Grund für die Verwendung von Optionen anstelle anderer steuerlich abzugsfähiger Vergütungssysteme mit einem identischen Zahlungsstrom scheint vielmehr die Heimlichkeit der Vergütungsstrukturen zu sein. Auch die von DaimlerChrysler angestrebten Prozesse gegen die Auskunftersuchen der Aktionäre lassen sich anders nicht erklären. Damit sind jedoch alle Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder zumindest in Höhe des Steuerschadens haftbar.

Dies soll nun anhand einer detaillierten Analyse des Aktienoptionsplanes und seiner Verteidigung vor Gericht aufgezeigt werden.

Auf der Hauptversammlung vom 19.4.2000 haben die Aktionäre der DaimlerChrysler AG auf Vorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat folgenden Beschluß gefaßt:

*Punkt 8 der Tagesordnung „a) Ermächtigung zur Gewährung von Aktienoptionen  
Der Vorstand wird ermächtigt, bis zum 18.4.2005 für diejenigen Personen, die einer der in nachstehender Ziffer 1 genannten Personengruppen angehören, Aktienoptionsprogramme aufzulegen und Optionsrechte auf bis zu 96 000 000 Stück Aktien der Gesellschaft mit einer Laufzeit bis zu 10 Jahren zu gewähren. Ein Bezugsrecht der Aktionäre der Gesellschaft besteht nicht. Die Aktienoptionen können auch von einem Kreditinstitut mit der Verpflichtung übernommen werden, sie nach Weisung der Gesellschaft an die einzelnen, gemäß nachstehender Ziffer 1 berechtigten Personen zu übertragen; auch in diesem Fall können die Optionen nur von der berechtigten Person selbst ausgeübt werden. Die Erfüllung der ausgeübten Optionsrechte kann nach Wahl der Gesellschaft entweder durch Ausnutzung des unter nachstehend zur Beschlussfassung vorgeschlagenen bedingten Kapitals oder durch eigene Aktien der Gesellschaft nach Maßgabe des zur Beschlussfassung vorgeschlagenen Punktes 9 der Tagesordnung bzw. etwaiger künftig beschlossener Ermächtigungen zum Erwerb eigener Aktien der Gesellschaft erfolgen. Die Gewährung der Optionen zum Bezug von Aktien der Gesellschaft und die Ausgabe dieser Aktien erfolgt*

*gemäß folgender Bestimmungen:*

*(1) Berechtigte Personen*

*Berechtigt zum Erwerb der Aktienoptionen und berechtigt zum Bezug von Aktien der Gesellschaft sind diejenigen Personen, die einer der folgenden Personengruppen angehören a) die Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft...Das Gesamtvolumen der Optionsrechte verteilt sich auf die berechtigten Personengruppen wie folgt: 15 % auf die Mitglieder des Vorstandes der Gesellschaft...*

*(2) Recht zum Bezug von Aktien*

*Jede Aktienoption gewährt dem Inhaber der Option das Recht, eine auf den Namen lautende Aktie der Gesellschaft gegen Zahlung des Ausübungspreises gemäß Ziffer 4 zu erwerben....*

*(3) Erwerbszeiträume*

*Die Aktienoptionen werden an die berechtigten Personen nur jeweils innerhalb von drei Monaten nach der im 1. Quartal eines jeden Jahres stattfindenden Sitzung des Präsidiums des Aufsichtsrates der Gesellschaft ausgegeben (nachfolgend: „Der Ausgabetag“). Im Rahmen des Gesamtvolumens sollen die Aktienoptionen in nicht weniger als drei Jahrestanchen und mit der Maßgabe ausgegeben werden, daß keine Tranche mehr als 40% des Gesamtvolumens der Optionsrechte umfaßt.*

*(4) Ausübungspreis und Erfolgsziel*

*Der Ausübungspreis zum Erwerb einer Aktie der Gesellschaft richtet sich nach dem Durchschnittswert des Eröffnungskurses und des Schlussauktionspreises der DaimlerChrysler-Aktie im Xetra-Handel (oder einem an die Stelle des Xetra-Systems getretenen funktional vergleichbaren Nachfolgesystem) an der Wertpapierbörse Frankfurt/Main an dem Tag, der vor der im 1. Quartal eines jeden Jahres stattfindenden Sitzung des Präsidiums des Aufsichtsrates der Gesellschaft liegt, in der über den aktienpreisgebundenen Teil der Vergütung der Mitglieder des Vorstandes der Gesellschaft entschieden wird (nachfolgend „der Referenzpreis“), mindestens aber der auf eine Aktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals, zuzüglich eines Aufschlags von 20% auf den Referenzpreis als Erfolgsziel (Referenzpreis zuzüglich Aufschlag nachfolgend: „der Ausübungspreis“)...*

*(6) Ausübungszeiträume und Wartezeiten*

*50 % der der einzelnen berechtigten Person jeweils gewährten Optionsrechte können frühestens zwei Jahre nach dem Ausgabetag ausgeübt werden. Die übrigen 50 % ...können frühestens drei Jahre nach dem Ausgabetag ausgeübt werden...*

*(7) Persönliches Recht*

*Die Aktienoptionen können nur durch die berechtigten Personen selbst ausgeübt werden...Die Verfügung über die Aktienoptionen ist ausgeschlossen, insbesondere sind sie nicht übertragbar. Die Aktienoptionen können nur ausgeübt werden, solange zwischen der berechtigten Person und der Gesellschaft bzw. dem verbundenen Unternehmen ein Anstellungs- oder Arbeitsverhältnis besteht. Die Optionsbedingungen können abweichend hiervon besondere Regelungen vorsehen für den Fall, daß die berechnigte Person verstirbt oder in den Ruhestand eintritt oder ihr Anstellungs- bzw. Arbeitsverhältnis mit der Gesellschaft bzw. dem verbundenen Unternehmen in sonstiger nicht kündigungsbedingter Weise endet oder das verbundene Unternehmen aus dem DaimlerChrysler-Konzern ausscheidet...*

*(8.) Regelung der Einzelheiten*

*Der Vorstand wird ermächtigt, die weiteren Einzelheiten für die Ausgabe von Aktien aus dem bedingten Kapital und die weiteren Bedingungen des Aktienoptionsprogramms – einschließlich – der Optionsbedingungen – für die berechtigten Personengruppen festzulegen;*

*abweichend hiervon entscheidet für die Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft auch insoweit der Aufsichtsrat der Gesellschaft. Zu diesen weiteren Einzelheiten gehören insbesondere Bestimmungen über die Aufteilung der Optionsrechte innerhalb der berechtigten Personengruppen, den Ausgabebetrag innerhalb des vorgegebenen Zeitraums, das Verfahren für die Zuteilung an die einzelnen berechtigten Personen und die Ausübung der Optionsrechte sowie weitere Verfahrensregelungen.“*

*In einer Anlage K1 zur Hauptversammlung wird noch mitgeteilt: „die oben beschriebenen Aktienoptionen sind Teil der Gesamtvergütung der Berechtigten, die neben der Grundvergütung leistungs- und erfolgsabhängige variable Vergütungen umfasst. Hierzu gehört eine an den Anstieg der Aktienkurse geknüpfte Vergütung, die im folgenden kurz dargestellt werden soll, obwohl sie rechtlich nicht der Zustimmung der Hauptversammlung bedarf. Jeder Berechtigte soll einen Anspruch auf Zahlung des Differenzbetrages zwischen Ausübungspreis und Referenzpreis erhalten, dessen Erfüllung an die Voraussetzungen geknüpft ist, daß der Berechtigte das jeweilige Bezugsrecht aus den ihm eingeräumten Aktienoptionen ausübt und zu diesem Zeitpunkt der Börsenkurs der DaimlerChrysler Aktie mindestens 20 % über dem für die Bestimmung des Referenzpreises maßgeblichen Kursen liegt, also die Höhe des Ausübungspreises mindestens erreicht hat.“*

Faßt man die vorstehenden Regelungen in ihrem wirtschaftlichen Kern zusammen, werden dem Vorstand in mehreren Jahresraten 15% von 96 Millionen Aktien zu einem um 20% über dem aktuellen, kurz vor der Zuteilung liegenden Kurs eingeräumt. Die Rechte sind nicht übertragbar, eine Leistungsmessung („Benchmarking“) an irgendwelchen unternehmensspezifischen Zielen erfolgt nicht.

Wird ausgeübt, wird den Berechtigten zudem die Differenz zum Referenzpreis ersetzt. Das Unternehmen erhält damit im Ergebnis nicht die 20% über dem Ausgabekurs liegenden Beträge, sondern muß die Aktien wirtschaftlich unter ihrem jeweiligen Wert abgeben. Den begünstigten Vorständen wird somit im Ergebnis nicht der Abzug einer Hürde von 20 % als minimale Leistungssteigerung abverlangt und zur Senkung der Optionsgewinne abgezogen, sondern nach einem Kursanstieg von 20% über den Referenzpreis, der aus welchem Grund auch immer und von welcher niedriger Höhe dann auch immer stattgefunden haben wird, findet eine volle Zuwendung des Kursgewinnes statt. Der Mindestanstieg der Aktien in Form der 20 Prozent-Hürde ist somit nur ein Auslöser und wird im Falle der Auslösung den Begünstigten in bar ausgezahlt. Die gute Nachricht an diesem Verfahren besteht darin, daß wenigstens dieser Teil der Gesamtkosten des Optionsplanes als Personalaufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung erscheint und damit steuermindernd geltend gemacht werden kann und damit auch den Aktionären in Form von Kosten vor Augen tritt. Allerdings nur 20 Prozent und zudem in der Globalziffer Personalaufwand verborgen.

Weiterhin eröffnen die vorgesehenen Regelungen neben den Optionspreisanpassungen noch weitere Möglichkeiten der Zuwendung astronomischer leistungsloser Gewinnmöglichkeiten. So sind die möglichen Laufzeiten der Optionen von bis zu 10 Jahren ein ganz und gar extremer Zeitraum.

Ein Hinweis auf die Kosten des Aktienoptionsplans erfolgt nicht<sup>106</sup>. Auch wird die Hauptversammlung nicht über die hohen Steuernachteile dieses Planes im Vergleich zu Wertsteigerungsrechten (Stock Appreciation Rights; Phantom Stocks, Phantom Options) unterrichtet. Der Bericht verschweigt wesentliche Tatsachen, die zur wirtschaftlichen Beurteilung notwendig sind.

Ebenfalls gibt es im Rahmen des Hauptversammlungsbeschlusses keine Indexierung, kein Hedging-Verbot oder sonstigen Leistungsanreize. So können die angeblichen Leistungsanreize in Form der Optionen gegebenenfalls sofort zu Geld gemacht werden. Hierfür bieten sich etwa der privat plazierte Verkauf von Kaufoptionen oder von Leerverkäufen von Aktien an. Das System der Optionsvergabe ist insgesamt darauf abgestimmt, jeden Nachweis seiner Kosten in der Gewinn- und Verlustrechnung sowohl nach deutschen wie amerikanischen Rechnungslegungsstandards zu vermeiden.

Der Aktienoptionsplan der DaimlerChrysler AG ist unter anderem<sup>107</sup> von Wenger mit dem Argument angefochten worden, daß den Aktionären nicht die zur sachgerechten Beurteilung notwendigen Informationen mitgeteilt worden seien. Die Fülle der dargelegten Einzelinformationen seien unverständlich und könne nicht die Angabe des Gesamtwertes des Aktienoptionsplans ersetzen. Auf der Hauptversammlung wurde auf die Fragen von Aktionären nach der wirtschaftlichen Größenordnung des Planes und der baren Ausgleichszahlung sowie der Folgen des Anpassungssystems die Antwort verweigert. Hierdurch wurde nach Ansicht von Wenger das Auskunftsrecht der Aktionäre nach § 131Abs. I, S.1 verletzt und daher von ihm Anfechtungsklage gegen den Beschluß der Hauptversammlung erhoben.

Landgericht und Oberlandesgericht haben die Klage abgewiesen, der Bundesgerichtshof hat die Revision nicht angenommen.

Das Oberlandesgericht Stuttgart<sup>108</sup> hat in seinem Urteil die Meinung vertreten, die Fragen zum wirtschaftlichen Gesamtrahmen des Aktienoptionsplans seien zur sachgemäßen Beurteilung des Beschlußvorschlages nicht erforderlich. Das OLG bestätigte seine schon vorher vertretene Auffassung, „wonach der Wert der Optionen für die Entscheidung der Aktionäre nicht von Bedeutung ist.“<sup>109</sup> Der in der Literatur vertretenen Auffassung, die Kenntnis des Wertes der Optionen sei für die Aktionäre unabdingbar<sup>110</sup> ist das OLG aus folgenden Gründen nicht gefolgt: Die Hauptversammlung habe nicht mehr „über einen Bezugsrechtsausschluß der Aktionäre zu entscheiden, ein solcher ist vielmehr mit der Schaffung bedingten

---

<sup>106</sup> Am Tag der Hauptversammlung betrug der Börsenkurs der Aktie 70 Euro. Die Ermächtigung zur Ausgabe von 96 Millionen Aktien betrug damit für diesen Tag 6,72 Milliarden Euro. Für die Abschätzung des Wertes der Optionsvergabe ist damit nichts gewonnen.

<sup>107</sup> Zudem wurde als Anfechtungsgrund vorgetragen, es fehle es an einem Leistungsbezug und an Vorkehrungen gegen versteckte Aufhebungsgeschäfte durch die Begünstigten („quiet hedging“).

<sup>108</sup> OLG Stuttgart 20 U 75/00 7 KfH O 66/00.

<sup>109</sup> AG 1998, 529,534.

<sup>110</sup> Zeidler, NZG 1998, S. 798; M. Lutter, EwiR 1999, 195 f.

Kapitals zur Auflegung von Aktienoptionsplänen zwingend verbunden. Ein Informationsbedürfnis der Aktionäre hinsichtlich des „fair value“ der Bezugsrechte ist also damit nicht begründbar, die Aktionäre müßten wissen, worauf sie bei einem Ausschluß des Bezugsrechts verzichteten. Der wirtschaftliche Wert der Optionen wäre nur dann von Bedeutung, wenn überhaupt ein Bezugsrecht der Aktionäre bestünde.“... „Bedeutung konnte den geforderten Informationen zum Wert der Optionen und zum wirtschaftlichen Gesamtwert des Programms daher allenfalls im Hinblick auf den zu erwartenden Verwässerungseffekt für die (Alt-)Aktien zukommen. Einer Begrenzung des Verwässerungseffekts dient aber bereits § 192 Abs. 3 AktG, der den Nennbetrag des bedingten Kapitals zur Gewährung von Bezugsrechten auf maximal 10 % des Grundkapitals begrenzt. Bis zu dieser Grenze müssen die (Alt-)Aktionäre eine Verwässerung des Werts ihrer Aktien hinnehmen. Diese Grenze ist bei dem hier zur Beurteilung anstehenden Aktienoptionsprogramm der Beklagten indessen eingehalten.“

Die Argumentation des OLG Stuttgart wirft die Schutzzwecke der verschiedenen rechtlichen Regelungen durcheinander, steht im Widerspruch zu den Aussagen und Empfehlungen der Regierungskommission Corporate Governance und ist rechtsfehlerhaft.

Unbestritten steht den Aktionären das Recht zur Entscheidung der Grundfragen der Gesellschaft zu. Aus diesem Grunde kann ein Hauptversammlungsbeschluß nach § 243 Abs. 4 AktG angefochten werden, wenn der Vorstand eine zu Recht verlangte Auskunft nicht, unvollständig oder unrichtig erteilt hat. Das Auskunftsrecht umfaßt alles, was sich auf die Gesellschaft und deren Tätigkeit bezieht, wenn die Auskunft zur sachgemäßen Beurteilung eines Gegenstandes der Tagesordnung erforderlich ist. Ob dies der Fall ist, muß danach beurteilt werden, ob die verlangte Auskunft für die Urteilsbildung eines vernünftigen Aktionärs, der nur über die von der Gesellschaft veröffentlichten Informationen verfügt, ein wesentliches Element bildet.

Es versteht sich, daß bei einem Bezugsrechtsausschluß die Aktionäre wissen müssen, auf welchen wirtschaftlichen Wert sie in einem solchen Falle verzichten und aus welchem Grunde gerade dieser sehr teure Weg der Vergütung gewählt worden ist.

Richtig ist zwar, daß bei einem Optionsplan zugunsten des Vorstandes die Aktionäre nicht zugleich dieselben Aktien beziehen können, sie daher vom Bezug ausgeschlossen werden müssen. Hieraus zu folgern, daß sie aufgrund des technisch notwendigen Ausschlusses auch kein Recht mehr haben, die Kosten ihres Ausschlusses zu erfahren, ist fehlerhaft. Der Beschluß über ein Optionsprogramm enthält als notwendigen Bestandteil einen Bezugsrechtsausschluß für den dann auch die allgemeinen Regelungen des Auskunftsrechtes nach 131 Abs. 1 S. 1 AktG gelten. Die vom OLG vorgetragene Argumentation, es sei durch die Neuregelung des KonTraG in § 193 Abs. 2 Nr. 4 das Informationsproblem gelöst, behauptet einen Zusammenhang der Regelungen, der nach dem Willen des Gesetzgeber nicht bestanden hat. Richtig ist, daß der politische Wille des Gesetzes im Rahmen des § 193 Abs. 2 Nr. 4 eine Verpflichtung zur Angabe des Wertes im *Beschluß* selbst nicht vorgesehen hat, da die mögliche Komplexität von Optionsprogrammen die Rechtmäßigkeit des Beschlusses mit der richtigen Berechnungsmethode auf eine der Rechtssicherheit nicht dienenden



Weise verknüpft hätte<sup>111</sup>. Mit der Frage der sachgerechten Berechnung der Optionspreise sollte der Beschluß daher nach dem Willen des Gesetzgebers nicht belastet werden. Das Gesetz hat damit in § 193 Abs. 2 AktG nur das absolute rechtliche Minimum festgelegt, jedoch nicht im geringsten das Fragerecht der Aktionäre in § 131 Abs. 1 S. 1 AktG beschränken wollen. So macht es in der Tat wenig Sinn, gesetzlich einen über das notwendige Minimum hinausgehenden Beschlußinhalt vorzuschreiben. Hiervon völlig unabhängig ist jedoch die Frage, welches Informationsniveau vernünftige Aktionäre für den mit den minimalen Inhaltserfordernissen ausgestatteten Beschluß für sinnvoll und notwendig halten. Das OLG verkennt, daß die Vorschrift des § 193 Abs. 2 AktG lediglich Minimal-, jedoch nicht Maximalanforderungen für die Offenlegung im Regelungsbereich des § 193 Abs. 2 AktG enthält.

Es kann angesichts der wirtschaftlichen Größenordnung der vorgesehenen Beschlüsse und angesichts des Interessenkonflikts zwischen Unternehmensverwaltung einerseits und Streubesitzaktionären andererseits kein Zweifel bestehen, daß ein nach vernünftigen Methoden ermittelter Preis des fraglichen Aktienoptionsprogramms vom Vorstand hätte angegeben werden müssen. Hierfür spricht auch, daß der gestaltungsleitende Plan der Unternehmensleitung darauf gerichtet war, niemals den Aktionären vor Augen treten zu lassen, wie viele Milliarden an Personalaufwand sie aus ihrem bereits versteuerten Vermögen in Form einer verwässerungsbedingten Wertminderung ihrer Aktien aufzubringen hatten, obwohl in Form eines virtuellen Programms eine um rund die Hälfte günstigere Alternative offen gestanden hätte. Daß dieser wirtschaftliche Wert der Optionen nach Ansicht des OLG für die Aktionäre nicht von Bedeutung sein soll, erschließt sich keinem vernünftigen Anleger<sup>112</sup>. Auch wenn die Aktionäre

---

<sup>111</sup> Vgl. T. Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz 45 f.: „Zwar ist einzuräumen, daß den Aktionären die Kenntnis des Gesamtwerts der Bezugsrechte oder dessen Bandbreite bereits vor der Hauptversammlung vermittelt werden muß, um ihnen eine sachgerechte Meinungsbildung zu ermöglichen, eine Mitteilung erst auf Nachfrage in der Hauptversammlung genügt nicht, weil gerade in diesem Punkt präzise Vorbereitung und – berechnungen erforderlich sind.“ Aus diesem Grunde hatte die Kommission sogar eine Berichtspflicht verlangt, in der der Wert der Optionen angegeben werden sollte.

<sup>112</sup> Eine weitere Fehlargumentation bemüht das OLG im Hinblick auf die Verwässerungswirkung der Optionen. Es behauptet, der Begrenzung des Verwässerungseffektes diene aber bereits der § 192 Abs. 3 AktG, der den Nennbetrag des bedingten Kapitals zur Gewährung von Bezugsrechten auf maximal 10 % des Grundkapitals begrenze. Da diese Grenze eingehalten sei, müßten die Aktionäre dies hinnehmen. Auch hier vermengt das Gericht wieder die Regelung des maximal zulässigen Beschlußinhaltes mit der Zulässigkeit der Frage der Aktionäre nach dessen wirtschaftlichem Hintergrund. Die Regelung ist auch hier keine Grenze, ab der den Eigentümern des Unternehmens keine Rechenschaft mehr abzulegen sei. Es erscheint bizar zu behaupten, daß der Aktionär den gegebenenfalls jährlichen Verwässerungseffekt von 10 % seines Vermögens ohne das Recht nach einer Auskunft hinzunehmen habe. Konfus den ex ante Wert mit dem ex post Wert durcheinander werfend, argumentiert das OLG bei seiner auf den Justitiar der Deutschen Bank Kohler ZHR 1997, S. 246 gestützten Bemerkung, die Vorgabe von Ausübungsschwellen führe regelmäßig dazu, daß der Gewinn der Aktionäre aus der Wertsteigerung der Aktien regelmäßig höher ist als ein eventuell ursprünglich gegebener Optionswert. Diese beiden Werte haben nichts miteinander zu tun außer dem Umstand, daß in der Tat ein die Verwässerung kompensierender Kursanstieg optisch den Aktionären ihre Schädigung verbirgt.

eine Verwässerung bis zu einem bestimmten Punkt hinzunehmen haben, heißt dies nicht, daß auch die Frage nach den Gründen hierfür im Ergebnis verboten ist.

Weiterhin versucht das OLG Stuttgart die Rechtfertigung der Zulässigkeit der Verschleierung des Gesamtwertes des Aktienoptionsplans durch die Behauptung zu begründen, daß der Bezugsrechtsausschluß für die Altaktionäre und die Optionsvergabe eine Vergütungsentscheidung sei, für die Vorstand und Aufsichtsrat zuständig seien. Das Gericht übersieht hierbei, daß der Optionsplan der DaimlerChrysler AG nach § 192 Abs. 2 Nr. 3 wirtschaftlich aus dem Vermögen der Aktionäre in Form einer bedingten Kapitalerhöhung mit gesetzlich angekoppeltem Bezugsrechtsausschluß erfolgt. Sie müssen daher ebenso wie einem anderen Kapitalerhöhungsbeschluß mit Bezugsrechtsausschluß den Wert, über den entschieden wird, kennen, da anderenfalls vom Aktionär keine vernünftige Entscheidung getroffen werden kann. Dieses grundlegende und unverzichtbare Informationsbedürfnis den Eigentümern des Unternehmens zu versagen, nur weil die Firmenangestellten in dieser Form ihre Vergütung erhalten wollen, widerspricht dem Gesetz und ist zudem auch unverständlich.

Es kann daher festgehalten werden, daß die Entscheidung des OLG Stuttgart wirtschaftlich den Unternehmensverwaltungen die heimliche und sinnlos teure Aneignung von Teilen der Aktiengesellschaft ermöglicht. Es handelt sich um eine Fehlentscheidung.

Der BGH hat die Entscheidung des OLG Stuttgart nicht zur Revision angenommen, da sie keine Aussicht auf Erfolg und zudem keine grundsätzliche Bedeutung habe. Die Verneinung der Erfolgsaussicht zeigt die Fehleinschätzung des BGH für die Folgen des OLG Urteils auf die Struktur der Aktiengesellschaft und den deutschen Kapitalmarkt. Daß sie angeblich keine grundsätzliche Bedeutung aufweist, verkennt die langfristigen Folgen für das Verhalten der Aktionäre aus dem In- und Ausland. Die selbst im Vergleich zu den skandalgeschüttelten USA schlechte deutsche Corporate Governance, in der nach Ansicht des obersten Gerichtes die verdeckte Bereicherung der Unternehmensverwaltung keinen rechtlichen Bedenken begegnet, wird zu einem Rückzug der Anleger führen und den deutschen Unternehmen eine verteuerte Eigenkapitalfinanzierung bescheren. Anstelle eines Rückzugs vom Aktienmarkt könnte eine Reaktion der Anleger darin bestehen, nur Aktien von Unternehmen mit einem starken kontrollierenden privaten Eigentümer zu erwerben. Hierdurch werden jedoch die Auswahlmöglichkeiten der Anleger und die Markttiefe des Kapitalmarktes beeinträchtigt. Ob zudem eine solche Strategie empfehlenswert ist, hängt auch davon ab, wie wirksam der Ausbeutungsschutz von Minderheitsaktionären ist, da es gilt, neben dem Regen auch die Traufe zu vermeiden. Da aber auch an dieser Stelle Zweifel bestehen, hat die Entscheidung des Bundesgerichtshofes im langfristigen Ergebnis den Rückzug der Anleger und einen Kursverlust der Aktien zur Folge.

---

Darüber hinaus werden die Ausübungsschwellen im angegriffenen Optionsplan noch zusätzlich in bar den Begünstigten ausgeglichen, so daß der angezogene Vergleich des OLG Stuttgart neben seiner Unsinnigkeit auch noch von einem falschen Sachverhalt ausgeht.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß die Werte der Aktienoptionspläne den Aktionären in der Hauptversammlung der DaimlerChrysler AG hätten angegeben werden müssen. Zudem bestand für Vorstand und Aufsichtsrat kein erkennbarer sachlicher Grund anstelle von steuerlich abziehbaren gegebenenfalls kapitalflußidentischen Wertsteigerungsrechten die dargelegten Optionspläne zur Mitarbeitervergütung zu nutzen und deren Wert vor den Aktionären geheim zu halten. Da zudem der Marktvergleich mit BMW zeigt, daß die vorgesehene Vergütung im DaimlerChrysler Konzern durch das Corporate Governance Problem eines fehlenden kontrollierenden Privateigentümers wesentlich beeinflußt sein muß und dem Vergleich mit den Vergütungssystemen eines unbelasteten Unternehmen auch bei Anlegung großzügiger Maßstäbe nicht genügen kann, liegt für die Aufsichtsratsmitglieder ein Verstoß gegen § 87 AktG vor.

#### **b. Unzulässige Exzeßvergütung im Fall Mannesmann**

Die voran stehenden Überlegungen gewähren nun auch die notwendigen Kriterien zur Beurteilung der Vergütungen des Vorstandsvorsitzenden Esser im Fall der Übernahme durch Vodafone. Die Auszahlung seines aufsummierten Gehalts in Höhe von 29 Millionen DM trifft auf keine Bedenken, da seine Arbeit vom Aufsichtsrat als nicht mehr Werte schaffend angesehen wurde. Auch scheint die Gehaltshöhe angesichts der Wertsteigerungen für die Mannesmann Aktionäre nicht exzessiv.

Die Zahlung der 32 Millionen DM Anerkennungsprämie könnte mit Blick auf die in einigen anderen Unternehmen gebräuchlichen Optionsprogrammen gerechtfertigt werden. Bei einem solchen Vergleich erweist sich auf den ersten Blick die Annahme der Anerkennungsgebühr in Höhe von rund 32 Millionen DM durch Esser zunächst als ein unproblematischer, eher von Bescheidenheit gekennzeichneter Vorgang. Eine derartige Argumentation beruht jedoch auf dem Vergleich mit den Aktienoptionsprogrammen der Deutschen Telekom, DaimlerChrysler und der Deutschen Bank, die für einen wirklichen unverfälschten Marktvergleich nicht geeignet sind.

Es ist zwar richtig, daß die Zahlung an Esser durch Mannesmann/Vodafone als Personalaufwand verbuchbar war und damit um rund 50 Prozent kostengünstiger als Aktienoptionsprogramme waren.

Dennoch muß festgehalten werden, daß die genannten Aktienoptionsprogramme ihre Zustimmung auf der Grundlage ihrer mit Hilfe der Gerichte vor ihren Aktionären sorgfältig verteidigten Heimlichkeit und Komplexität genehmigt worden sind. Heimlichkeit und Komplexität haben erst die exzessiven Höhen mit der Möglichkeit der Vergütung von Hunderten von Millionen Mark Einkommen für die beteiligten Vorstandsvorsitzenden und anderen Vorstände eröffnet. Wären diese Summe und ihre mögliche Gegenleistungslosigkeit offen in der Hauptversammlung bekannt geworden, hätte ein solcher Vorschlag schwerlich eine Mehrheit finden können und wäre wegen des Haftungsrisikos gemäß § 87 AktG aufgrund des fehlenden Marktvergleichs mit Unternehmen ohne Corporate Governance Probleme wohl auch nicht vom Aufsichtsrat der Hauptversammlung vorgeschlagen worden.

In der Geschichte der Bundesrepublik hat es niemals auch nur annähernd so hohe Vergütungen für Vorstände gegeben, wie sie durch die gegenwärtig laufenden Aktienoptionsprogramme ausgeworfen werden. Wären diese Vergütungen offen den Aktionären bekannt gemacht worden, wäre ein Aufschrei der Öffentlichkeit und wohl auch ein Einschreiten der angerufenen Gerichte die Folge gewesen<sup>113</sup>. Erst die Komplexität und Heimlichkeit der neuen Optionsprogramme haben diese Zahlen ermöglicht. Sie können daher auch nicht in Form des Marktvergleichs zur Rechtfertigung der Abfindungszahlung von zusätzlichen 32 Millionen DM an Esser herangezogen werden.

Ein sinnvoller Vergleich für diesen Vorgang hätte den Vergleich mit einem Unternehmen mit einem privaten kontrollierenden Aktionär erfordert, der zudem nicht in einer Sonderlage Geldzugeständnisse zu machen gezwungen war. Der Übernahmekampf zwischen dem Vodafone- und Mannesmannmanagement hatte sich als äußerst kostspielig erwiesen. Über Monate hinweg wurden Hunderte von Millionen Mark in Anwälte, Investmentbanken und nichtssagende Anzeigenkampagnen investiert. Ein längerer Kampf hätte noch weitere und höhere Kosten an vielen anderen Stellen mit sich bringen können mit immer fragwürdigerem Ertrag für die Aktionäre der Zielgesellschaft. So wird auch ein kontrollierender Aktionär gezwungen, ab einem bestimmten Punkt dem abwehrenden und rechtlich nur schwer aus dem Sattel zu hebenden Management den raschen Abschied mit astronomischen Geldsummen zu versüßen, die er ihm ansonsten niemals gewährt hätte. Das Gehalt von Esser war in einer unbelasteten Lage des Unternehmens und seiner Aktionäre vereinbart worden, die Abfindungssumme in einer Lage, bei dem das Management ein hohes Schadenpotential auch gegen einflußreiche private Aktionäre in der Hand hielt. Die gezahlte Anerkennungsgebühr ist daher trotz der Anwesenheit eines Großaktionärs nicht als eine marktgerechte Vergütung anzusehen, sondern als Abkauf einer Schadenszufügungsmöglichkeit.

Nun kann es auf der anderen Seite den Eigentümern einer Gesellschaft angesichts der auch im Übernahmekampf zu ihren Gunsten erzielten Aktienpreissteigerungen nicht verwehrt sein, ihren Mitarbeitern hohe und höchste Anerkennungsprämien zu zahlen. Die Zahlung nicht ursprünglich vereinbarter hoher Anerkennungsprämien muß jedoch im Falle einer Übernahme nach der Räumung der Machtstellung des Vorstandsamtes erfolgen. Geschieht sie vorher, muß bei großen Beträgen weniger von Dankbarkeit, denn von Abkauf einer Schädigungsmöglichkeit gesprochen werden. Soweit Esser daher eine Anerkennungsprämie noch in officio gewährt wurde, kann dies nicht als freie Marktentscheidung gewertet werden. Die Zahlung der Abfindung war daher insoweit ein Verstoß gegen § 87 AktG.

---

<sup>113</sup> So kann vermutet werden, daß auch dem Oberlandesgericht Stuttgart im DaimlerChrysler Fall nicht die wirtschaftliche Bedeutung der gewährten Vergütungen vor Augen stand. Damit wurde nicht nur für die Hauptversammlung, sondern auch für das Gericht die wirtschaftliche Dimension im Dunkeln gehalten.

## E. Die Rechtspolitik in der Vergütungsfrage

### 1. Das Scheitern der Regierungskommission Corporate Governance an der Kodexkommission in der Frage der Vergütungstransparenz

Die Regierungskommission Corporate Governance<sup>114</sup> hatte zwar erwogen vorzusehen, daß der Hauptversammlungsbeschluß zur Schaffung eines bedingten Kapitals zwecks Einräumung von Aktienoptionen (§ 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG) über die derzeit nach § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG vorgesehenen Angaben hinaus auch den Gesamtwert der Bezugsrechte oder die Grundlagen feststellen muß, nach denen dieser Wert errechnet wird. Sie hat sich dann aber letztlich gegen diesen Vorschlag ausgesprochen, da sie die Ansicht vertrat, daß sich Modellrechnungen zur Bestimmung des Wertes von Aktienoptionen nicht als Gegenstand eines Hauptversammlungsbeschlusses eignen. Ebenfalls hat sie den Vorschlag abgelehnt, durch gesetzliche Regelung einen Vorstandsbericht über den Gesamtwert der Bezugsrechte oder die Grundlagen, nach denen dieser Wert errechnet wird, vorzuschreiben, in den dann auch die weiteren Angaben gemäß § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG aufgenommen werden könnten.

Die Regierungskommission Corporate Governance betont zwar, „daß den Aktionären die Kenntnis des Gesamtwerts der Bezugsrechte oder dessen Bandbreite bereits vor der Hauptversammlung vermittelt werden muß, um ihnen eine sachgerechte Meinungsbildung zu ermöglichen“, sowie „eine Mitteilung erst auf Nachfrage in der Hauptversammlung genügt nicht, weil gerade in diesem Punkt präzise Vorbereitung und –berechnungen erforderlich sind.“ Zu bedenken sei aber, daß der Gesetzgeber des KonTraG zur Vermeidung von Anfechtungsrisiken von der Statuierung eines Berichtserfordernisses bewußt abgesehen habe und es sich nicht empfehle, „von dieser Grundsatzentscheidung abzugehen.“ Die Regierungskommission hatte daher empfohlen, „im Corporate Governance-Kodex für börsennotierte Gesellschaften den Vorstand dazu zu verpflichten, bei Schaffung eines bedingten Kapitals oder einer Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien zur Bedienung von Aktienoptionen für Vorstände oder Mitarbeiter der Hauptversammlung einen Bericht vorzulegen. *Dieser Bericht enthält die zur sachgerechten Beurteilung des Programms erforderlichen Angaben, insbesondere auch Angaben zum Wert oder zur Bandbreite des Werts der Optionen.*“ (Kursiv vom Verfasser).

Auch an anderer Stelle<sup>115</sup> hat die Regierungskommission Corporate Governance in ihrem Bericht entschiedene Empfehlungen für eine Erhöhung der Vergütungstransparenz bei Aktienoptionsplänen ausgesprochen: So hat sie ausgeführt, daß „die bei der Regierungskommission eingegangenen Stellungnahmen der hierzu befragten Experten und Verbände sich ganz überwiegend für eine verbesserte Transparenz der Vergütungen für Organmitglieder ausgesprochen hätten.“... „Die Arbeitsgruppe „Stock Options“ des Deutschen Standardisierungsrates (DSR) habe zudem ein „Positionspapier Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entlohnungsformen“ vorgelegt, das in einen entsprechenden Standard für die Konzernrechnungslegung ausmünden soll. In dem Diskussionspapier würden

<sup>114</sup> T. Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz 45 f.

<sup>115</sup> T. Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz 257-259 f.

Regelungen zum Ansatz und zur Bewertung, aber auch zur Offenlegung verschiedener Arten von aktienorientierten Vergütungssystemen zur Diskussion gestellt. Die derzeit gemäß §§ 285 Nr. 9a, 314 Abs. 1 Nr. 6a HGB zu veröffentlichenden Pflichtangaben würden dort im Hinblick auf diese Programme konkretisiert und darüber hinausgehende Vorschläge zu weiteren detaillierten Angaben unterbreitet. Danach seien folgende Angaben über Aktienoptionsprogramme unabhängig von ihrer Durchführungsform im (Konzern-)Anhang zu machen:

- „- Eine generelle Beschreibung der einzelnen Programme mit wichtigen Eckdaten. Dazu zählen der Bezugskurs, ggf. Erfolgsziele, die Anzahl der Rechte, die Laufzeit, die Sperrfrist, Ausübungsbedingungen sowie der rechnerische Wert der Rechte bei Gewährung.*
- Die Summe des insgesamt in der Periode aus den Programmen entstandenen Personalaufwands. Bestehen mehrere Programme, sind diese Angaben für die einzelnen Programme getrennt zu machen.*
- Für jedes Programm ist die Anzahl der Optionsrechte und der durchschnittliche Bezugskurs getrennt für alle ausstehenden, ausübbar, während des Jahres gewährten, ausgeübten und erloschenen Rechte anzugeben.*
- Der Gesamtwert der insgesamt innerhalb des Jahres zu Entlohnungszwecken gewährten Optionsrechte. Der Wert der Optionsrechte, die Mitgliedern des Vorstands gewährt wurden, ist hierbei gesondert anzugeben. (Kursiv vom Verfasser).*
- Die zur Bewertung der gewährten und der noch ausstehenden Optionsrechte verwendete Methode sowie die dabei verwendeten Parameter. Insbesondere sind die Annahmen über die Volatilität, die risikolose Verzinsung und die erwarteten Dividenden anzugeben. „*

Die Regierungskommission hält dann fest, daß sie den Entwurf eines Standards des Deutschen Standardisierungsrats zu den Angaben über Aktienoptionsprogramme im Anhang zum Konzernabschluß unterstützt.

Auf der Grundlage der Baums-Kommission wurde vom Bundesjustizministerium eine weitere Regierungskommission mit Namen „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ gebildet, die Anfang 2002 einen „Deutschen Corporate Governance Kodex“ vorgelegt hat. Dieser sollte für börsennotierte Gesellschaften „Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“ darstellen und enthalten. In 4.2.3. und 4.2.4. liest sich der Kodex wie folgt:

*„Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll fixe und variable Bestandteile umfassen. Die variable Vergütung sollte einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung enthalten. Als variable Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung dienen insbesondere Aktienoptionen oder vergleichbare Gestaltungen (z.B. Phantom Stocks). Diese sollen auf vorher festgelegte Vergleichsparameter wie z.B. die Wertentwicklung von Aktienindizes oder das Erreichen bestimmter Kursziele bezogen sein. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele soll ausgeschlossen sein. Die Vorteile aus dem Aktienoptionsplan müssen angemessen sein. Die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder eines vergleichbaren Vergütungssystems soll in geeigneter Form bekannt gemacht werden. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden. Die Angaben sollen individualisiert erfolgen.“*

Untersucht man die sich aus diesen Regelungen ergebenden Folgerungen etwa für einen so untragbaren Aktienoptionsplan wie denjenigen der DaimlerChrysler AG zeigt es sich verblüffenderweise, daß dieser mit den Kodex-Regelungen vereinbar ist und damit eine intransparente und leistungslose Erleichterung eines Weltunternehmens in

Milliardenhöhe durch seinen Vorstand vom Kodex weiterhin als eine „gute Unternehmensführung“ angesehen wird. So ist zwar nach dem Kodex ein echtes Repricing ausgeschlossen, die Vergabe von Optionen zu stets sinkenden Ausübungspreisen jedoch zulässig und damit auch die in den Beispielrechnungen dargelegte Erzielung astronomischer Geldbeträge für einen Vorstand, der für das Unternehmen nichts geleistet hat.

Daß ein Kursziel angegeben werden soll, heißt lediglich, daß Aktienoptionen, die bereits bei Ausgabe im Geld sind, keine gute Praxis darstellen. Wie hoch und wie stark sie etwa an den Leistungen anderer Unternehmensleitungen auszurichten sind, bleibt im Dunkeln und damit auch, wie eine wirkliche Leistungsmessung auszusehen hat. Daß ein Aktienoptionsplan geeignet bekannt gemacht werden soll, ist eine Selbstverständlichkeit.

Entscheidender und nicht zufälliger Fehler des Kodex ist jedoch, daß der Marktwert der Optionsprogramme, etwa in Form der Black-Scholes-Werte entgegen der eindeutigen und wiederholten Vorgabe der Regierungskommission nicht angegeben werden muß. Damit sind jedoch wie bisher Aktienoptionsprogramme ohne genaues Expertenwissen und ohne zusätzliche interne Daten aus dem Vergütungsgremium in ihren Kosten für das Unternehmen und die Aktionäre gänzlich unbrauchbar. Der tatsächliche Wert der gewährten Vergütung und ihres entscheidenden Anteils wird damit nicht transparent gemacht. Der Kodex erlaubt damit weiterhin die übliche, zäh vor Gericht etwa von der DaimlerChrysler AG und der Deutschen Telekom AG verteidigte Heimlichkeit der Aktienoptionsprogramme und deren Ausplünderungswirkung. Daß ein solcher Kodex Vertrauen in das deutsche Corporate Governance System schaffen soll, ist nicht nachvollziehbar, da schon im Land der Erfindung dieses Instruments wenigstens die entscheidenden wirtschaftlichen Daten den Aktionären nachrichtlich unterhalb der Bilanz mitgeteilt werden müssen. Eine Kodexkommission, die sich in der entscheidenden Frage sogar über die schon eine Minimallösung der Kommission darstellende Transparenzverbesserung einfach hinwegsetzt, untergräbt ihre eigene Glaubwürdigkeit in die Unabhängigkeit von Interessengruppen.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß die rechtspolitischen Vorschläge zur Verbesserung der Corporate Governance im Bereich der transparenten Vergütung der Vorstände entgegen dem ausdrücklichen Willen der Regierungskommission an der Kodexkommission gescheitert sind. Die mit Rummel als Transparenzfortschritt in der Öffentlichkeit verkündete Individualisierung der Vergütungen ist angesichts der fehlenden entscheidenden Angaben, was zu individualisieren ist, ohne Wert. Auch vorher war es möglich, etwa über die 20% Annahme das Gehalt der Vorstandsvorsitzenden einschätzen. Was fehlte war jedoch die Angabe der konsolidierten Gesamtsumme im Unternehmen und seinen verbundenen Unternehmen und der Wert der einzelnen Vergütungsbestandteile im Falle von Aktienoptionsprogrammen. An dieser Stelle bleibt der Kodex weit hinter den von der Regierungskommission geforderten notwendigen Angaben und sogar weit hinter der selbst in den USA üblichen Transparenz zurück. Da das Vertrauen in eine Unternehmenskontrollstruktur jedoch vom Vertrauen in das Verhalten der Unternehmensspitze abhängt, kann es bei dieser durch die Kodexkommission

zugelassenen Vergütungspraxis auch kein Vertrauen in den deutschen Kapitalmarkt geben. Im Ergebnis ist damit die Corporate Governance Kommission an der illoyalen Umsetzung in der Nachfolgekommission in dieser entscheidenden Frage gescheitert.

## **2. Rechtspolitische Schlußfolgerungen**

Ohne Transparenz der gewährten Vergütungen in all ihren Komponenten und aus all ihren Quellen ist die Integrität einer Unternehmensverwaltung nicht gesichert. Es ist ein grober Mißstand, daß in Deutschland Angestellte ihren Eigentümern die aus dem Unternehmen in eigener Sache entnommenen Vergütungen nicht offenbaren müssen und diese Geheimhaltung vor Gerichten noch erfolgreich verteidigen konnten.

Es ist daher nunmehr gesetzlich vorzusehen, daß im Anhang individualisiert und vollständig konsolidiert der Wert der gesamten Vergütung, der aus dem Unternehmen oder für Rechnung des Unternehmens den einzelnen Vorstandsmitgliedern aus welcher Quelle auch immer zugewandt wird, angegeben werden muß. Im Falle von Aktienoptionsprogrammen versteht es sich von selbst, daß auch deren nach anerkannten finanzmathematischen Verfahren ermittelter Vorsteuer- und Nachsteuerwert im Anhang anzugeben ist. Die Vorschläge der Baumskommission und des Deutsche Standardisierungsrats in seinem Entwurf des Deutschen Rechnungslegungsstandards Nr. 11 zur Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entgeltformen sind rechtlich auch für die HGB-Abschlüsse verbindlich zu machen. Es ist zudem zu erwägen, ob nicht im Sinne einer „best practice“ im Falle einer börsennotierten Gesellschaft der Aufsichtsrat für den Bereich der Vorstandsvergütung einen nach anerkannten Verfahren erstellten Angemessenheitsvergleich einzuholen hat.

## **F. Zusammenfassende Schlußbemerkungen**

Ausgehend von den USA haben sich in den letzten Jahren auch in Deutschland astronomische Steigerungen der Vorstandsvergütungen ergeben. Was zuvor an Reichtum nur als Ergebnis generationenlangen erfolgreichen Unternehmertums zu erwerben möglich war, wurde nun von angestellten Managern in wenigen kurzen Jahren insbesondere mit Hilfe komplexer und in ihrer wirtschaftlichen Wirkung vor den Eigentümern sorgfältig geheimgehaltener Aktienoptionspläne zusammengerafft. Mit Aktienoptionsplänen wurde zudem häufig ohne jeden sachlichen Grund ein Verfahren gewählt, das für die Aktionäre mit einer maximalen Steuerstrafe verbunden war. Bemerkenswert ist weiterhin, daß den Eigentümern von Publikumsgesellschaften in privatem Streubesitz die verschobenen Reichtümer von ihren Vorständen ohne jede Gegenleistung in Form einer Unternehmenswertsteigerung abgenommen werden konnten. Die vorliegende Arbeit hat anhand vieler Einzelheiten der in der Praxis verwendeten Aktienoptionsprogramme aufgezeigt, daß die verwendeten Vergütungssysteme nicht so aufgebaut sind, daß sie die ihnen angesonnenen Anreizverbesserungen für die Vorstände auch tatsächlich vermitteln, sondern sich im Ergebnis nur als Ausplünderungsverfahren begreifen lassen. Daß zu den begünstigten Vorständen noch wesentlich in Staatseigentum befindliche Unternehmen zählen, vergrößert die moralische Anstößigkeit der Geschehnisse.



Es wurde dargelegt, daß die extremen Einkommen der begünstigten Vorstände nicht das Ergebnis eines internationalen Wettbewerbsmarktes um besonders begabte Manager sind, die sich mit der auf weltberühmte Künstler und Mediengestalten anwendbaren Theorie der Superstars rechtfertigen lassen. Es handelt sich vielmehr um die Selbstbedienung unmittelbarer privater Aktionärskontrolle entzogener mächtiger Vorstände.

Die als „American Disease“ nach Deutschland herübergeschwappten Vergütungsmißstände in den USA beruhen auf der dortigen Machtvollkommenheit der Chief Executive Officer, denen es für ihre privaten Ziele immer wieder gelang, das politische System einzuspannen und sogar notwendige Verbesserungen der Integrität des amerikanischen Rechnungswesens bei der Verbuchung von Aktienoptionsplänen zu hintertreiben vermochten.

Anhand einer Einzelanalyse wird gezeigt, daß Aktienoptionspläne nach dem Muster der DaimlerChrysler AG rechtswidrige Vergütungsexzesse darstellen, die auf dem Versagen der jeweiligen Unternehmenskontrollstrukturen beruhen, wie die um Größenordnungen niedrigeren Vergütungen in vergleichbaren Unternehmen wie der unter effizienter privater Kontrolle arbeitenden BMW AG belegen. Als Vergleichsmaßstab für wettbewerbsgerechtfertigte Vorstandsvergütungen können damit nur die Vergütungen von unter wirksamer privater Aktionärskontrolle stehender Unternehmensleitungen dienen. Die Gerichte haben sich bisher bei der Bewertung der Aktienoptionspläne auf die Seite der Verwaltungen geschlagen und klagenden Aktionären rechtsfehlerhaft nicht einmal einen Anspruch auf eine Antwort nach der Höhe der gegen sie geplanten Reichtumsverschiebungen gewährt. Der Offenlegung und Analyse der vor Gerichten erfolgreich gelungenen Verheimlichung der tatsächlichen Vergütungshöhe in Form ihrer Barwerte und möglicher astronomischer Ergebnisse in bestimmten Szenarios bei der DaimlerChrysler AG diene dieser Aufsatz. Er kommt zu dem Ergebnis, daß die Verheimlichung des Wertes von Aktienoptionsplänen rechtswidrig ist und daß Aktienoptionspläne, die vom Aufsichtsrat ohne nachvollziehbare sachliche Gründe gewährt werden, einen Verstoß gegen § 87 AktG darstellen.

Als rechtspolitische Maßnahme wird vorgeschlagen, daß nunmehr gesetzlich vorgeschrieben wird, daß individualisiert und vollständig konsolidiert im Anhang der Wert der gesamten Vergütung, der aus dem Unternehmen oder für Rechnung des Unternehmens den einzelnen Vorstandsmitgliedern aus jeder Quelle zugewandt wird, angegeben werden muß. Im Falle von Aktienoptionsprogrammen ist der nach anerkannten finanzmathematischen Verfahren ermittelte Vorsteuer- und Nachsteuerwert im Anhang anzugeben. Die Vorschläge der Baumskommission und des Deutsche Standardisierungsrats zur Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entgeltformen sind rechtlich auch für die HGB-Abschlüsse verbindlich zu machen.

**Arbeitspapiere****(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)**(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- |    |                                  |  |
|----|----------------------------------|--|
| 1  | Theodor Baums                    | Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany<br>(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],<br>Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993,<br>S. 151 ff.)        |
| 2  | Theodor Baums                    | Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht<br>(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)   |
| 3  | Theodor Baums                    | Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German<br>Perspective.<br>(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992<br>S. 249 ff.)                                   |
| 4  | Theodor Baums                    | Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen<br>aus deutscher Sicht   |
| 5  | Theodor Baums                    | The German Banking System and its Impact on Corporate Finance<br>and Corporate Governance<br>(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.],<br>The Japanese Main Bank System, Oxford 1994, S. 409 ff.) |
| 6  | Theodor Baums                    | Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs.<br>Continental AG  |
| 7  | Theodor Baums/<br>Michael Gruson | The German Banking System - System of the Future?<br>(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])  |
| 8  | Philipp v. Randow                | Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.)   |
| 9  | Theodor Baums                    | Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung<br>(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)   |
| 10 | Markus König                     | Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.<br>Eine empirische Untersuchung   |
| 11 | Theodor Baums                    | Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and<br>Policy Issues  |
| 12 | Christian Fraune                 | Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA<br>(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)  |

- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages - (Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs") (publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments (publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe (publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach (publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften (publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten (publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen (publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG (publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)

- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995  
S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design:  
Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996,  
S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende  
Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für  
Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996  
S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und  
kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996  
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie  
Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem  
deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7  
[1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and  
Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -

- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German  
Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche  
Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen  
und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff  
[1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market  
Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für  
den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift  
Die Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer  
mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler  
Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung  
des Finanzplatzes Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen  
Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht

- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der  
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligaverene und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:  
A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance -  
The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998,  
S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme  
für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein  
Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von  
Schuldverschreibungen -  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des  
"kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -

- 64 Malte Schindhelm/Ingo Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen,  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)

- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler -  
Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre  
Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000  
S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und  
deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets  
and Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum,  
2000, 33)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. unter dem Titel „Reform des Rechts zur Verhinderung  
der Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –



- |    |                                   |   |
|----|-----------------------------------|---|
| 89 | Theodor Baums                     | Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte   |
| 90 | Theodor Baums/<br>Mathias Stöcker | Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG  |
| 91 | Stefan Berg/<br>Mathias Stöcker   | Anwendungs- und Haftungsfragen zum<br>Deutschen Corporate Governance Kodex  |
| 92 | Michael Gruson                    | Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding<br>Companies  |
| 93 | Theodor Baums/<br>Stephan Hutter  | Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)   |
| 94 | Michael Gruson                    | Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The<br>Proposed EU Directive on Supplementary Supervision of Financial<br>Conglomerates |
| 95 | Ulrich Segna                      | Vereinsrechtsreform   |
| 96 | Michael Adams                     | Vorstandsvergütungen  |