

# **Stock Options als Entlohnungsinstrument**

Eine kritische Analyse  
aus Unternehmensperspektive

## Gliederung

<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>S. 2</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>S. 3</b>
<b>Teil A) <u>Lohnstrukturelle Defizite</u></b> .....	<b>S. 4</b>
<b>Teil B) <u>Entlohnung und Anreizproblematik</u></b> .....	<b>S. 5</b>
1.) Entlohnungsformen .....	S. 5
2.) Ziele der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung .....	S. 6
3.) Stakeholderorientierung versus Shareholder-Value .....	S. 6
<b>Teil C) <u>Erfolgsbeteiligung durch Stock Options</u></b> .....	<b>S. 8</b>
1.) Funktionsweise von Stock Options .....	S. 8
2.) Ausgestaltung von Stock-Option-Plänen .....	S. 9
a) Personenkreis .....	S. 9
b) Kapitalbeschaffung .....	S. 11
c) Laufzeit .....	S. 11
<b>Teil D) <u>Beurteilung von Stock Options aus Unternehmenssicht</u></b> .....	<b>S. 12</b>
<b>1.) Vorteile von Stock-Options</b> .....	<b>S. 12</b>
a) Erfolgsstrategische Ausrichtung .....	S. 12
b) Potentialperspektive .....	S. 13
<i>aa) Mitarbeitermotivation</i> .....	S. 13
<i>ab) Mitarbeiterakquisition</i> .....	S. 13
<i>ac) Mitarbeiterbindung</i> .....	S. 13
a) Finanzwirtschaftliche Perspektive .....	S. 14
<i>aa) Liquiditätsentlastung</i> .....	S. 14
<i>ab) Eigenkapitalerhöhung</i> .....	S. 14
a) Kapitalmarktperpektive .....	S. 15
<b>2.) Nachteile von Stock Options</b> .....	<b>S. 16</b>
a) Schwachstellen des Lenkungsmechanismus .....	S. 16
<i>aa) Ineffizienz der Kapitalmärkte</i> .....	S. 16
<i>ab) Windfall Profits</i> .....	S. 16
<i>ac) Anreizdosierung</i> .....	S. 18
<i>ad) Kurzfristigkeit des Shareholder-Value</i> .....	S. 19
a) Benachteiligung der Aktionäre .....	S. 20
<i>aa) Verwässerungsproblematik</i> .....	S. 20
<i>ab) Free-Float-Minderung</i> .....	S. 21
a) Ansatztheoretisches Problem .....	S. 21
b) Abhängigkeit vom Kapitalmarkt .....	S. 22

**Teil E) Eignung von Stock Options ..... S. 23**

**Literaturverzeichnis ..... S. 25**

### **Abkürzungsverzeichnis**

<b>AktG</b>	Aktiengesetz
<b>AG</b>	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
<b>AOG</b>	österr. Aktienoptionengesetz
<b>Aufl.</b>	Auflage
<b>BB</b>	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
<b>bzw.</b>	beziehungsweise
<b>DB</b>	Der Betrieb (Zeitschrift)
<b>DBW</b>	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
<b>Diss.</b>	Dissertation
<b>DStR</b>	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
<b>f.</b>	folgende
<b>af.</b>	fortfolgende
<b>HB</b>	Handelsblatt (Zeitung)
<b>Hrsg.</b>	Herausgeber
<b>INF</b>	Die Information über Steuer und Wirtschaft (Zeitschrift)
<b>i. V. m.</b>	in Verbindung mit
<b>KonTraG</b>	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
<b>NZG</b>	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
<b>o. V.</b>	ohne Verfasser
<b>RIW</b>	Recht der internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
<b>S.</b>	Seite
<b>StuW</b>	Zeitschrift für die gesamten Steuerwissenschaften
<b>u. a.</b>	und andere
<b>WM</b>	Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
<b>WPg</b>	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
<b>WW</b>	Wirtschaftswoche (Zeitschrift)
<b>z. B.</b>	zum Beispiel
<b>ZfB</b>	Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Zeitschrift)

<b>ZGR</b>	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
<b>ZHR</b>	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
<b>ZIP</b>	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)

### **Teil A) Lohnstrukturelle Defizite**

Der Ruf nach "gerechter" Verteilung von Unternehmensgewinnen hat hierzulande Tradition. Nicht nur die Anteilseigner, sondern auch Mitarbeiter und Manager sollen in angemessener Weise von den Früchten ihrer Arbeit profitieren. Insoweit erstaunt nicht, daß die bereits in den 20er Jahren omnipräsente Mitarbeiterbeteiligung in den letzten Jahren in Deutschland eine regelrechte Renaissance erleben konnte.

Dieses Phänomen hat ihre Wurzeln freilich weniger in einer Rückbesinnung auf soziale Prinzipien als vielmehr in der Erkenntnis, daß durch Mitarbeiterbeteiligung, also einer am Unternehmenserfolg orientierten Vergütung, positive Anreize zur Mehrleistung der einzelnen Mitarbeiter setzbar sind. Wer abhängig von der Leistung seines eigenen Unternehmens entlohnt wird, setzt sich auch stärker für das eigene Unternehmen ein, lautet die zugrundeliegende Vorstellung. Insbesondere für Führungsmitarbeiter und Spezialisten erweist sich die Entlohnung als kritischer Faktor.

Dennoch - der derzeit herrschende Führungskräfte- und Spezialistenmangel und die daraufhin notwendig gewordene Initiative einer Green-Card-Regelung könnte darauf hindeuten, daß weite Bereiche in Deutschland sich noch immer nicht über die Notwendigkeit einer ausreichend starken erfolgsbezogenen Entlohnung dieses kritischen Potentials bewußt geworden sind. Tatsächlich werden die Probleme bei der Führungskräfteakquise zum Teil durch strukturelle Defizite der deutschen Lohnstruktur erklärt.

Im internationalen Vergleich ist der variable Anteil deutscher Entlohnung relativ gering, und die allgemeine Mitarbeiterbeteiligung sowie diverse Boni allein bieten dem Führungspersonal bisweilen keinen genügenden Leistungsanreiz. Womöglich ist die Entlohnung von Führungskräften mittels Stock Options, wie sie seit 5 Jahren in deutschen Unternehmen an Verbreitung gewinnt, in der Lage, dieses Problem zu mindern. Doch noch ist man weit entfernt von dem Verbreitungsgrad und den Ausmaßen, die dieses Anreizsystems für Führungskräfte in den USA, England und Frankreich nach bereits 30jähriger Anwendung einnimmt.

Ziel dieses Beitrags ist es, die Chancen und Risiken von Stock Options aus Unternehmenssicht herauszuarbeiten. Handelt es sich tatsächlich um das von Verfechtern des Shareholder-Value gefeierte "Wundermittel"?

## **Teil B) Entlohnung und Anreizproblematik**

### **1.) Entlohnungsformen**

Der Wandel unserer Wirtschaft hin zur Dienstleistungsgesellschaft bringt steigende Personalkosten mit sich, die Arbeitsergebnisse verteuern. Aber auch aufgrund des durch die Globalisierung zunehmenden Konkurrenzdrucks sind Endprodukte zum Teil nur noch eingeschränkt konkurrenzfähig. Variable, ergebnisorientierte Vergütungsformen gewinnen daher immer mehr an Bedeutung. Prinzipiell lassen sich variable Vergütungen in folgende Bestandteile unterteilen:

- *Fixlohnbestandteil*
- *Leistungslohnbestandteil*
- *Beteiligungslohnbestandteil*

Der Fixkostenbestandteil ist derjenige Lohnbestandteil, der den Begünstigten unabhängig davon ausgezahlt wird, ob mit der geleisteten Arbeit die gesteckten Ziele erfüllt wurden oder nicht. Hierzu sind auch leistungsunabhängige Zusatzleistungen wie Dienstwagen oder garantierte Tantiemen zu rechnen.

Der Leistungslohnbestandteil richtet sich in seiner Höhe nach der jährlich durchgeführten individuellen Leistungsbeurteilung, wobei die Leistung in unteren Hierarchieebenen an persönlichen Kriterien anknüpft (Führungsverhalten, Kooperationsvermögen, usw.) und zugleich an betriebswirtschaftlichen Zielgrößen gemessen wird (z. B. Umsatz, Gewinn, Rentabilität), während für Führungskräfte nur die letzteren Determinanten einschlägig sind. Abhängig von der Organisationsstruktur kann sich diese Leistungsbeurteilung auf mehreren Ebenen vollziehen, beispielsweise angelehnt an Individualziele, Teamziele und Gruppenziele.

Der Beteiligungslohnanteil letztlich umfaßt aus Teilhaberrechten (z.B. Genußscheine, Mitarbeiteraktien, oder Derivate wie Optionen) generiertes Mehrvermögen.

### **2.) Ziele der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung**

Die durch die Mitarbeiterbeteiligung angestrebten Ziele sind vielfältig. Zuvorderst kann die Mitarbeitermotivation angeführt werden. In unserer Dienstleistungsgesellschaft hängt der Unternehmenserfolg in starkem Maße von der

Kreativität und Leistungsbereitschaft des Personals ab. Die Leistungsbereitschaft kann durch Förderung der Mitarbeiteridentifikation mit dem Unternehmen erhöht werden. Je nach Ausgestaltung der Beteiligungsform partizipieren Mitarbeiter durch Dividenden, gewinnabhängige Zinsen oder der Wertsteigerung ihrer Kapitalanteile am Unternehmenserfolg und gewinnen somit ein persönliches Interesse daran, den Unternehmensgewinn zu steigern. Die so verstärkte Identifikation wirkt sich durch ein höheres Kosten- und Qualitätsbewußtsein sowie Verständnis für wirtschaftliche Zusammenhänge positiv auf betriebswirtschaftliche Größen wie Mitarbeiterfluktuation, Krankenstand und schließlich auch das Ergebnis aus.

Mittelbar können Mitarbeiterbeteiligungsprogramme auch vorteilhaft sein in Hinsicht auf Finanzierung und Eigenkapitalausstattung des Unternehmens. Schließlich bergen sie die Möglichkeit einer flexibleren Entgeltgestaltung, wodurch Unternehmen weniger belastet werden. Bei einer nur kurzzeitigen Belastung der Ertragslage muß unter dieser Voraussetzung dann nicht zwingend Personal abgebaut werden.

Die Ausgestaltung der Gehaltsstruktur sollte sich danach richten, ob die Motivation der Mitarbeiter oder die Flexibilisierung der Personalkosten bei der erfolgsorientierten Vergütung im Vordergrund steht. Wird primär auf die Motivationssteigerung abgezielt, sollte die Beteiligung zusätzlich zum normalen Gehalt erfolgen. Im zweiten Fall indes empfiehlt sich die Erfolgsbeteiligung als Bestandteil des "normalen" Gehalts.

### **3.) Stakeholderorientierung versus Shareholder-Value**

Es zeigt sich anhand dieser einführenden Betrachtung, daß Entlohnung einen wesentlichen Erfolgsfaktor für Unternehmen darstellen kann. In engem Zusammenhang dazu steht die Unternehmensstrategie. Soll ein Unternehmen seine Unternehmenspolitik an den Interessen von im weitesten Sinne beteiligten Gruppen oder allein an den Interessen der Anteilseigner ausrichten?

Die traditionelle "Stakeholder-Theorie" knüpft an einem sehr weiten Unternehmensbegriff an. Kern dieser Sichtweise ist ein Abhängigkeitsverhältnis, welches das Unternehmen mit Eigentümern, Gläubigern, Arbeitnehmern, Anwohnern, Gemeinden, Kunden, Lieferanten und Staat zu einer Einheit verbindet und es diesen gegenüber zu permanentem Interessenausgleich und sozialer Verantwortung verpflichtet.

Zu Recht wird seitens der Literatur in Frage gestellt, inwieweit ein derartiger Interessenausgleich über einen Minimalkonsens hinaus überhaupt realisierbar sei, da sich die Interessen der einzigen Beteiligten eher widersprechen als gleichgerichtet sind. Deutlich wird dies am Principal-Agent-Problem: während Anleger nach reichlicher Gewinnausschüttung und Aktienkurssteigerung verlangen, neigen Manager dazu, das Unternehmen und damit die unter ihrer Kontrolle befindlichen Ressourcen laufend zu vergrößern, um ihren eigenen Einflußbereich auszudehnen. Nur dann bewirken derartige Strategien aber eine Erhöhung des Unternehmenswerts, wenn die Cash-Flow-Rendite der Investitionsprojekte über den durchschnittlichen Kapitalkosten liegt.

Der durch Rappaport populär gewordene Shareholder-Value-Ansatz fokussiert die Unternehmensleitung ausschließlich auf die an einer Maximierung langfristiger Unternehmensgewinne interessierten Aktionäre. Die nachhaltige Erhöhung des Unternehmenswerts wird oberstes Unternehmensziel. Strategische Geschäftsfelder werden darauf ausgerichtet, den Ertragswert des Eigenkapitals zu steigern. Auf diese Weise könne ein Unternehmen sein langfristiges Überleben bestmöglich sichern und seinen sozialen Verpflichtungen gegenüber den anderen Stakeholdern am ehesten gerecht werden. So gesehen steht das heute allgemein anerkannte Shareholder-Value-Konzept nicht im Gegensatz zum Stakeholder-Ansatz, sondern ist vielmehr als rationelle Form seiner Umsetzung zu verstehen.

Im Mittelpunkt wertorientierter Unternehmensführung im Sinne des Shareholder-Value-Konzepts stehen die Führungskräfte. Ihnen kommt die Aufgabe zu, das Unternehmen aus Perspektive des Investors zu betrachten, zu analysieren und im Sinne einer nachhaltigen Wertsteigerung des Eigenkapitals auszurichten. Eine zum Teil an langfristigen Wertsteigerungen orientierte Vergütung vermag den Managern die Zielvorstellungen der Gesellschafter zu verdeutlichen und weitestgehende ökonomische Interessengleichheit zwischen beiden Parteien herzustellen.

### **Teil C) Erfolgsbeteiligung durch Stock Options**

Entlohnungsprogramme, die den Ansprüchen des Shareholder-Value gerecht werden wollen, sollten nicht an manipulierbaren und steuerlich verzerrten Erfolgsgrößen wie Bilanzkennzahlen anknüpfen, denn ein Zusammenhang zwischen

Managementvergütung und der Entwicklung des Aktionärsvermögens wird hierdurch nicht hergestellt. An bietet sich hingegen eine Orientierung am Aktienkurs. Er spiegelt gemäß der Kapitalmarkttheorie den Unternehmenswert trefflicher wider und ermöglicht, die Interessen von Management und Aktionären in Übereinstimmung zu bringen.

Vor allem Stock Options werden seit den gesetzlichen Erleichterungen durch das 1998 in Kraft getretene KonTraG auch in Deutschland mehr und mehr als Management-Entlohnungssystem verwendet, um die Theorie des Shareholder-Value in die Praxis umzusetzen. Sie sollen die Führungskräfte nachdrücklich zu motivieren, das Unternehmen nicht nur kurzfristig erfolgreich zu führen, sondern alles zu tun, um eine nachhaltige Wertsteigerung der Aktien der Gesellschaft herbeizuführen.

Der Begriff "Stock Options" ist übersetzbar mit "Aktienoptionen". Üblicherweise sind damit nicht Plain-Vanilla-(Call)-Optionsscheine im allgemeinen angesprochen, sondern vielmehr bezeichnen "Stock Options" Entlohnungsprogramme, bei denen die obersten Führungsebenen börsennotierter Aktiengesellschaften einen Teil ihrer Bezüge in Form von Optionsrechten auf Aktien ihres Unternehmens erhalten.

Junge, finanzschwache Unternehmen verwenden Stock Options, um ihren Mitarbeitern in der Gründungsphase einen Ausgleich für marktunübliche Gehälter bieten zu können. In Großunternehmen hingegen werden Stock Options vornehmlich aus Shareholder-Value-Überlegungen zusätzlich zum Festeinkommen gewährt.

### **1.) Funktionsweise von Stock Options**

Bei Stock-Option-Plänen wird den begünstigten Mitarbeitern der Gesellschaft die Möglichkeit eingeräumt, innerhalb einer vorgegebenen Ausübungsfrist eine vereinbarte Anzahl von Aktien an dem eigenen Unternehmen zu einem vorher vereinbarten Preis zu erwerben. Regelmäßig entspricht bei Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil der Basispreis dem Kurs der Aktie bei Einräumung der Option. Ökonomisch ist eine Ausübung der Option nur für den Fall sinnvoll, daß der Aktienkurs über dem Basiskurs liegt. Manager werden versuchen, ihr eigenes Einkommen durch Steigerung des Marktwerts des Unternehmens und damit des Börsenkurses der Aktien zu maximieren. Das Principle-Agent-Problem wird somit überwunden, da das Management über die Ausübung der Bezugsrechte selbst zum



Anteilseigner wird. Stock Options sind daher nicht nur Entlohnungsform, sondern auch Managementinstrument.

## **2.) Ausgestaltung von Stock-Option-Plänen**

Die Anreizwirkung von Stock Options ist durch ihre Ausgestaltung beeinflussbar. Zu klären ist dabei grundsätzlich, in welcher Form Stock-Option-Programme aufgelegt werden, in welcher Breite Führungsmitarbeiter in den Genuß von Stock Options kommen sollen und welche Laufzeiten und Ausübungsfristen festgeschrieben werden.

### **a) Personenkreis**

Von einigen Autoren wird erwägt, nicht nur die oberste Führungsetage in den Genuß von Stock Options kommen zu lassen, sondern diese dynamische Partizipationsmöglichkeit am Unternehmenserfolg breiteren Mitarbeiterschichten zu öffnen. Die Volkswagen AG hat 1997 in diesem Sinne einen Stock-Option-Plan aufgelegt.

Als Begründung wird angeführt, daß nur so das Unternehmen im ganzen an die ursprüngliche Intention der Mitarbeiterbeteiligung, nämlich der Mitarbeitermotivation, gerecht werden könne. Fraglich ist jedoch, ob in derartigen Forderungen nicht auf "sozialromantische" Art und Weise Zweck und Mittel verkehrt werden. Stock Options sind in der Tat ein hervorragendes Motivationsinstrument, aber sie haben auch ihren Preis und kumulieren zudem nichtsystematisches Risiko. Wenn man sich vergegenwärtigt, "in welchem Maße ein tariflicher Arbeitnehmer den Marktwert einer börsennotierten AG beeinflussen kann und wieviel ihm davon als Gegenwert zusätzlich vergossener Schweißtropfen zugute kommt", spricht dies zumindest aus ökonomischer Sicht gegen eine Ausweitung von Stock-Options auf Mitarbeiter, die als einzelne keinerlei Einfluß auf den Gesamterfolg des Unternehmens haben.

Ohne Zweifel wäre ein derartiger Einfluß für Aufsichtsratsmitglieder zu bejahen.

Ob jedoch auch sie in Stock-Option-Programme miteinbezogen werden sollen, ist strittig. Gemäß unserer Rechtsordnung hat der Aufsichtsrat als Gegengewicht zum Vorstand zu fungieren. Als eher risikoaverses Organ nimmt er eine Kontrollfunktion des Vorstands wahr, die insbesondere bei der Genehmigung risikoreicher Geschäfte zum Tragen kommt. Die Aussicht auf hohe Stock-Options-Gewinne könnte dazu verleiten, das notwendige kritische Augenmaß zu verlieren. Aus diesem Grund bleiben

Aufsichtsräte in den für Stock-Option-Pläne grundlegenden Normen (§192 II Nr. 3 AktG i.V.m. §193 II Nr.4 AktG) ausgesperrt.

Demgegenüber lassen sich in der Literatur Meinungen antreffen, die einer Berücksichtigung von Aufsichtsräten durch Aktienoptionsprogramme durchaus offen gegenüberstehen. Im kürzlich in Österreich veröffentlichten Entwurf zum Aktienoptionengesetz werden Aufsichtsratsmitglieder bewußt in den Personenkreis potentiell durch Stock-Options Begünstigter eingeschlossen. Dieser Einbezug wird damit begründet, daß dem Aufsichtsrat nicht nur Kontroll-, sondern in erheblichem Umfang auch strategische Funktion für den Vorstand zukomme. Die Entlohnung entspreche aber nur in seltensten Fällen der Verantwortung und Haftung der Aufsichtsrats Tätigkeit. Stock Options könnten einen angemessenen finanziellen Anreiz zur gewissenhaften Ausführung geben. Desweiteren werden die Möglichkeit liquiditätssparender Entlohnung, die ohnehin schwer ziehbare Grenzziehung zur bereits zulässigen erfolgsabhängigen Aufsichtsratsvergütung sowie die Schwierigkeiten des Gewinnens hochqualifizierter Aufsichtsratsmitglieder als Argumente für den Einbezug angeführt.

Kritisch läßt sich hiergegen einwenden, daß es zwar Aufgabe des Aufsichtsrats ist, die Geschäftsführung des Vorstands zu überwachen. Die Erreichung bestimmter geschäftspolitischer Ziele mit den Mitteln der Überwachung obliegt ihm jedoch nicht. Zudem steht dem Aufsichtsrat mit der Hauptversammlung kein wirksames Kontrollorgan gegenüber, das eine ausgewogene Gestaltung des Stock-Option-Plans überwachen könnte. Eine Notwendigkeit des Einbezugs von Aufsichtsratsmitgliedern in den Begünstigtenkreis eines Stock-Option-Plans scheint somit nicht gegeben.

#### **b) Kapitalbeschaffung**

Zur Bereitstellung der den Mitarbeitern via Stock Options zugesagten Aktien bieten kommen zahlreiche Beschaffungsalternativen in Frage.

Grundsätzlich kann die Bereitstellung der zugesagten Aktien über eine Kapitalerhöhung erfolgen, wobei sich seit den Erleichterungen durch das KonTraG insbesondere die *bedingte Kapitalerhöhung* aufgrund ihrer einfachen Durchführbarkeit empfiehlt. Eine *ordentliche Kapitalerhöhung* erweist sich hingegen als nicht praktikabel, da sie auf einen bestimmten Betrag lauten muß, zum Zeitpunkt der Auflegung des Optionsprogramms aber noch nicht absehbar ist, wieviel Mitarbeiter ihr Optionsrecht tatsächlich ausüben werden. Als Argument gegen die *Kapitalerhöhung durch genehmigtes Kapital* wird angeführt, daß durch die in § 202 I

AktG gesetzte Frist von 5 Jahren die Halte- und Ausübungsfristen von Optionen sehr eingeschränkt sind.

Denkbar ist zur Gewährung von Stock Options auch die Begebung von Wandel-oder Optionsanleihen. Aufgrund des hohen Aufwands bei der Auflegung von Aktien-Optionsplänen ist dieser Weg in der Regel jedoch nicht empfehlenswert. Im Falle überschüssiger Liquidität stellen schließlich auch der marktliche Erwerb von gehandelten Optionsscheinen bzw. der Erwerb eigener Aktien zur späteren Ausgabe im Rahmen des Stock-Option-Plans prüfbare Alternativen dar.

Im folgenden wird vom Regelfall der bedingten Kapitalerhöhung ausgegangen.

### **c) Laufzeit**

Soll ein Stock-Options-Plan tatsächlich unter Shareholder-Value Gesichtspunkten wirken, also Anreiz geben, den Ertragswert des Eigenkapitals zu steigern, so ist die Zeitspanne bis zur erstmöglichen Ausübung des verbrieften Optionsrechts möglichst weit nach hinten zu verlagern. Andernfalls bestände das Risiko, daß sich die Begünstigten zu kurzfristig orientierten und Unternehmenswert zerstörten, anstatt zusätzlichen zu schaffen. Mit den in §193 II Nr. 4 AktG (mindestens 2 Jahre) und §84 I 1 AktG (höchstens 5 Jahre) gesetzten Fristen setzt der Gesetzgeber einen Rahmen, innerhalb dessen die erstmalige Ausübungsmöglichkeit festzulegen ist.

Als sinnvoll erachtet wird aus Shareholder-Value-Gesichtspunkten eine Sperrfrist bis zur erstmaligen Optionsausübung von mindestens 3 Jahren. Die Gesamtbindungszeit insgesamt sollte auf 5-10 Jahre ausgelegt werden.

### **Teil D) Beurteilung von Stock Options aus Unternehmenssicht**

Aktienoptionspläne bieten den Unternehmen die Möglichkeit einer flexiblen und zielorientierten Vergütung. In den letzten Jahren haben Stock Options in Deutschland starke Verbreitung gefunden, begünstigt durch gesetzliche Erleichterungen (KonTraG), dynamisch wachsende Aktienmärkte sowie insbesondere die Einführung des Neuen Marktes. Letzterer bewirkte, daß zahlreiche Start-Up-Unternehmen den Gang an die Börse wagten. Handelt es sich um eine Modeerscheinung, oder sind Stock Options tatsächlich eine Bereicherung für die sie verwendenden Aktiengesellschaften?

Um diese Frage zu klären, werden nachstehend die Vorteile von Stock Options für Unternehmen aufgezeigt. Gegenstand der Analyse sind dabei mitarbeiterspezifische und finanzwirtschaftliche Aspekte sowie die Perspektive des Kapitalmarktes. Diesen Vorteilen werden im Anschluß die Nachteile von Stock Options gegenübergestellt.

## **1.) Vorteile von Stock-Options**

### **a) Erfolgsstrategische Ausrichtung**

Anreizsysteme sind gemäß wirtschaftstheoretischen Untersuchungen dann effizient und erfolgsversprechend, wenn sie den drei Anforderungen *Instrumentalität*, *Minimierung exogener Einflüsse* sowie hoher *Valenz des materiellen Ergebnisses für den Mitarbeiter* entsprechen.

*Instrumentalität* erfordert, daß das materielle Ergebnis des Anreizsystems in möglichst direktem Zusammenhang zur Leistung des Begünstigten steht. Charakteristisch für Stock Options ist, daß sich ihr Wert (zum Ausübungszeitpunkt) allein am zugrunde liegenden Aktienkurs orientiert. Der Aktienkurs eines Unternehmens ist laut der Kapitalmarkttheorie das Resultat neutraler Bewertung der kurz- und langfristigen Maßnahmen des Management seitens der Marktteilnehmer. Die Höhe der Entlohnung des Management knüpft damit nicht nur an vom Vorstand selbst beeinflussbare Größen wie der Dividende an, sondern an der in Form des Aktienkurses vom Markt objektivierten Steigerung des Aktionärsvermögens. Die variable Vergütung der verantwortlichen Führungskräfte nimmt mit steigendem Shareholder Value zu - nur, wenn das Unternehmen Erfolg hat, partizipieren daran auch die Führungskräfte. Ein direkter Zusammenhang zwischen der Leistung der Führungskräfte und ihrer Entlohnung ist mithin gegeben, Instrumentalität liegt also vor.

Da der Aktienkurs sich auf längere Sicht der Beeinflussungsmöglichkeit des Managements entzieht, ist auch eine *Minimierung exogener Einflüsse* gegeben. Die durch die Optionen verbrieften hohen Gewinnmöglichkeiten der Begünstigten schließlich stellen einen *hohen Anreiz zur Erfolgsmehrung* dar.

Stock Options eignen sich also zur gezielten erfolgsstrategischen Ausrichtung.

### **b) Potentialperspektive**

#### **aa) Mitarbeitermotivation**

Aktioptionen bieten den Mitarbeitern einen "doppelten Leistungsanreiz". Zum einem muß während der Laufzeit der Option in der Regel ein bestimmter Aktienkurs erreicht werden, der zur Ausübung des Optionsrechts berechtigt, und zum anderen werden die Begünstigten im Anschluß an die Ausübung der Optionen danach trachten, die Rendite ihrer mittels der Optionsrechte erworbenen Aktien zu maximieren.

#### **ab) Mitarbeiterakquisition**

Bedingt durch die zunehmende Globalisierung des Managements gewinnt der internationale Wettbewerb um die besten Führungskräfte an Intensität. Die Bezahlung deutscher Führungskräfte ist, gemessen an internationalen Verhältnissen, nach wie vor gering. Um Wettbewerbsnachteile im Kampf um fähige Führungskräfte zu verhindern, wäre daher ein Anstieg der deutschen Managemententlohnung unerlässlich. Wie Lutter ausführt, haben jedoch Festgehälter oder quasi-Festgehälter von Vorstandsmitgliedern in Höhe von 500Tsd. EUR p.a. eine "Schmerzgrenze" erreicht. Eine "Variabilisierung" der Gehälter unter Verwendung von Stock Options ist geeignet, derartige Hindernisse zu umschiffen.

Insbesondere in einer Sanierungsphase oder noch in der Wachstumsphase befindlichen kapitalschwachen Unternehmen ermöglichen Stock-Options ein Anwerben von Spitzenkräften, wenn keine marktadäquaten Bezüge gezahlt werden können.

#### ac) Mitarbeiterbindung

Bedingt durch die bei Stock Options grundsätzlich gegebene Mindesthaltfrist und sich daran anschließende Ausübungsfristen kann eine Mitarbeiterbindung realisiert werden, wenn festgelegt wird, daß Optionen gemäß international üblichen Bedingungen beim Ausscheiden des Mitarbeiters vor Fälligkeit derselben wertlos verfallen. Durch eine jährliche Neuauflage kann die Bindungswirkung verstärkt werden. Bedeutung entfaltet diese faktische Bindung des Management durch Stock-Option-Programme insbesondere bei wirtschaftlichen Schwierigkeiten des Unternehmens.

### **c) Finanzwirtschaftliche Perspektive**

#### aa) Liquiditätsentlastung

Nicht nur Festgehälter belasten die Kapitaldecke des Unternehmens. Auch die herkömmlichen variablen Vergütungsbestandteile wie an die Höhe der Dividende gebundene Tantiemen oder erfolgsabhängige Boni führen zu Cash-Flow-mindernden Liquiditätsabflüssen. Dem ist nicht so bei der Verwendung von Stock Options: sie verbrieften zunächst einmal nur ein Recht auf (überproportionale) Partizipation an der Entwicklung des Aktienkurses, haben also im Zeitpunkt der Auflegung keine Auszahlungswirkung. Aber auch in dem Zeitpunkt der Optionsausübung entstehen dem Unternehmen keinerlei Liquiditätsabflüsse. Auswirkungen ergeben sich durch die bedingte Kapitalerhöhung einzig in einer Verwässerung des Aktienkapitals der vom Bezug der neuen Aktien ausgeschlossenen Anteilseigner.

Gerade bei jungen Start-Up-Unternehmen stellt die Verpflichtung zu sparsamer Haushaltsführung einerseits und dringend notwendiger Akquise neuer Spezialisten andererseits ein Dilemma dar. Dieses kann durch Anwendung von Stock Options gelöst werden, denn diese führen nicht zu einer Belastung durch Liquiditätsabfluß. Bei zyklischen Unternehmen (z. B. Chipindustrie) kann die Verwendung von Aktienoptionen aus gleichem Grund verhindern, bei kurzfristigen Nachfragerückgängen Massenentlassungen vornehmen zu müssen und sich danach mit dem Problem konfrontiert zu sehen, nicht wieder genügend qualifiziertes Personal anwerben zu können.

#### ab) Eigenkapitalerhöhung

Mit der Ausübung von Stock Options fließt dem Unternehmen neues Eigenkapital zu. Dies ist trotz sich erhöhender Dividendenforderungen positiv zu werten, da mit dem Zufluß eine verbesserte Bilanzstruktur sowie ein höheres Finanzierungs- und Investitionspotential einher gehen. Dank des neuen Eigenkapitals ist das Unternehmen zudem eher vor eventuellen feindlichen Übernahmen geschützt, da die neuen Aktien (zunächst) in den Händen des eigenen Personals liegen. Mittelfristig läßt sich durch Stock-Options-Programme somit aus Unternehmenssicht auch die Aktionärsstruktur verbessern.

Die Transaktionskosten sind geringer als bei alternativen Kapitalerhöhungen. Positiv ist ferner anzumerken, daß parallel zu dieser "versteckten" Kapitalerhöhung anderweitige Kapitalerhöhungen nicht ausgeschlossen sind. Die Möglichkeiten hierzu wachsen mit nach Auflegung eines Stock-Option-Plans im Regelfall steigenden Aktienkursen. Wenngleich also der Kapitalerhöhungseffekt bei Stock Options nur mittelbar eintritt und daher kein Hauptargument für ihre Auflegung darstellen dürfte, eröffnen sich mit dem Einsatz von Stock Options als "Vorbereitung" des Marktes auf geplante Kapitalerhöhungen interessante finanzwirtschaftliche Perspektiven.

#### **d) Kapitalmarktperspektive**

Die Einführung von Aktienoptionsplänen ist geeignet, die Attraktivität eigener Aktien zu steigern und somit neue Finanzierungsmöglichkeiten zu erschließen. Zum einen erhöht sich aufgrund der Ausübung der Optionsrechte und dem Verkauf von dafür erhaltenen Aktien die Fungibilität. Zum anderen kommen Stock-Option-Programme den Interessen ausländischer Investoren entgegen. Insbesondere im Fund-dominierten angelsächsischen Bereich sind Aktienoptionspläne schon seit langer Zeit sehr dem Shareholder-Value-Konzept verbunden.

Ausschlaggebend für eine Investitionsentscheidung dortiger Investoren ist primär, ob ein Unternehmen über ein wirkungsvolles Aktieoptionsprogramm verfügt. Häufig wird bereits die bloße Ankündigung von Stock-Option-Plänen als positiv gewertet und mit überdurchschnittlichen Kurssteigerungen begrüßt.

Strittig ist die Frage der Bilanzierung von Stock Options. Soweit sie in der G+V nicht als Personalaufwand zu berücksichtigen sind, ermöglichen dies einen vergleichsweise höheren Ergebnisausweis, was aus Kapitalmarktsicht begrüßenswert ist. Nach gegenwärtigem Diskussionsstand sind mittels einer bedingten Kapitalerhöhung ausgegebene Aktienoptionen nach deutschem Bilanzrecht wohl nicht als Aufwand anzusetzen. Zwingend ist der Ansatz jedoch bei Rechnungslegung nach US-GAAP.

## **2.) Nachteile von Stock Options**

### **a) Schwachstellen des Lenkungsmechanismus**

#### aa) Ineffizienz der Kapitalmärkte

Die mittels Stock Options beabsichtigte leistungsabhängige Vergütung von Führungskräften nach dem geschaffenen Unternehmenswert setzt voraus, daß sich der steigende Unternehmenswert in steigenden Börsenkursen niederschlägt. Vorliegen müßte also ein vollkommener Kapitalmarkt, in welchem der Börsenkurs eines Unternehmens genau dessen langfristigen Shareholder-Value entspricht.

Angesichts der aktuellen Volatilität der Aktienmärkte wird aber deutlich, daß diese zumindest auf kurze Sicht weit entfernt sind von der ihnen nachgesagten Effizienz. Aktienkurse werden nicht nur durch interne, sondern auch externe Faktoren beeinflußt. Zudem verzerren emotionale Entscheidungen die Anlageentscheidung.

Steigt der Aktienkurs eines Unternehmens im Rahmen einer allgemeinen Hausse, ohne daß der Unternehmenswert gestiegen ist, so verdient das Management hierfür keine besondere Entlohnung. Andererseits ist aber auch vorstellbar, daß der Unternehmenswert zwar nachhaltig gesteigert wurde, sich dies aber aufgrund der allgemein schwachen Börsenverfassung nicht im Aktienkurs widerspiegelt. Die Manager in einem solchen Fall nicht für ihre Leistung zu entlohnen, widerspräche dem Motivationsziel von Stock Options. Fraglich ist daher, inwieweit sich der Shareholder-Value-Gedanke durch reines Anknüpfen an Aktienkursen überhaupt umsetzen läßt. Offensichtlich kommt der Aktienkurs nur mittelfristig als Leistungsbemessungsfaktor in Frage und zwar auch nur dann, wenn sich durch

Korrekturmaßnahmen sogenannte "Windfall Profits" sowie unzureichende Leistungsvergütungen vermeiden lassen.

ab) Windfall Profits

Gegner von Stock-Option-Plänen werfen dem Vorstand der Aktienoptionen aufliegenden Gesellschaft regelmäßig Selbstbedienung vor. Stein des Anstoßes ist, daß der Vorstand den Stock-Options-Plan, von dem er selbst später profitiert, nach Ermächtigung durch die Hauptversammlung teilweise eigenhändig ausgestalten kann und dann "nur noch" durch den Aufsichtsrat zu genehmigen lassen braucht.

Diesem Einwand liegt die Vorstellung zugrunde, Vorstandsmitglieder der betroffenen Unternehmen würden als Begünstigte auf die Konditionen des Programms starken Einfluß nehmen und dabei die Verfolgung ihrer Eigeninteressen dem Wohle der AG voranstellen. Aus den Augen gelassen wird bei dieser Argumentation jedoch, daß getreu dem Shareholder-Value-Ansatz eine "Selbstbereicherung" nur in dem Fall möglich ist, in dem auch die anderen Stakeholder über eine Unternehmenswertsteigerung profitieren. Zudem liegt die Letztentscheidungsmacht über Aktienoptionspläne in den Händen des Aufsichtsrats, der gemäß §87 I S. 1 AktG i.V.m. §86, §112 AktG die Angemessenheit zu prüfen hat. Durch den neuen §193 II Nr. 4 ist der Vorstand zudem verpflichtet, die wesentlichen Bedingungen bereits im Vorfeld der Hauptversammlung festzulegen und der Hauptversammlung zur Abstimmung vorzulegen.

Vom Ablauf her erscheint der Einwand einer Selbstbereicherungsgefahr daher auf den ersten Blick gering. Dennoch ist bei der tatsächlichen Ausgestaltung von Stock-Option-Plänen kritisch zu würdigen, ob nicht dem Begünstigtenkreis die Möglichkeit der Mitnahme von Windfall Profits eingeräumt wird.

Unter Windfall Profits werden nicht allein auf der marktlichen Leistungsbewertung basierende Aktienkurssteigerungen des Unternehmens verstanden, die den Stock-Options-Haltern ungerechtfertigterweise Gewinne bescheren. Ihr Anfallen konterkariert die ursprüngliche Absicht einer Stock-Option-Politik, Führungskräfte allein auf die Unternehmenswertsteigerung auszurichten.

Windfall Profits können auf endogenen, also selbst durch das Management hervorgerufenen Entscheidungen, oder auf exogenen Faktoren beruhen. Die Möglichkeit ihres Anfalls verleitet zu dem Vorwurf, eine bloße Abhängigkeit des



Werts der Stock Options vom Börsenkurs unterlaufe das Motivationsziel von Stock Options.

Die Existenz von Windfall Profits ist jedoch nicht systemimmanent, sondern das Resultat mangelhafter Ausgestaltung und Transparenz von Stock-Option-Plänen. Die Beachtung folgender Präventivmaßnahmen bei der Ausgestaltung eines Stock-Option-Plans hilft, das Entstehen von Window-Profits weitestgehend auszuschließen:

Durch Auflegen von Aktienoptionsprogrammen in günstigen Kapitalmarktsituationen, nach bewußter Kursschwächung oder aber vor zu erwartenden kursteigernden Ereignissen hat der Vorstand theoretisch die Möglichkeit, sich Gewinne zuzuschauen. Um dem vorzubeugen, haben sich lange Sperrfristen sowie das Ansetzen von Basiskursen bewährt, die über dem Aktienkurs bei Auflegung liegen. Zur Verhinderung einer kurzfristigen Beeinflussung des Aktienkurses kurz vor Fälligkeit der verbrieften Option, etwa durch intensive IR-Arbeit oder durch Window-Dressing, erwägt Schwetzler das Anknüpfen an dessen durchschnittliche Entwicklung.

Desweiteren ist Transparenz hinsichtlich der Entgeltpolitik und sowie der Entgelthöhe der bestbezahlten Führungskräfte wünschenswert. Durch Offenlegung der Ausübung von Stock Options sowie dem Verkauf von Aktien durch die obersten Führungskräfte kann Insiderhandel vorgebeugt werden. Diesem vorzubeugen dient auch das Festlegen sogenannter "Handelsfenster", außerhalb derer ein Verkauf der durch Ausübung der Optionen erhaltenen jungen Aktien nicht zulässig ist.

Indem die Managementleistung nicht an der absoluten Aktienkursentwicklung, sondern an der relativen Performance gemessen wird, können exogene Kursbeeinflussungen reduziert werden. Als Benchmark kommen Branchenindizes oder Gesamtmarktindizes in Frage. Ganz ausschließen lassen sich externe Effekte auch durch eine Gesamtmarktindexierung nicht. Gegen eine diesen Zweck besser erfüllende Branchenorientierung wird eingewendet, daß "Schlendrian mit Schlendrian" verglichen wird, wenn das betreffende Unternehmen in einer "sterbenden Branche" aktiv ist.

#### ac) Anreizdosierung

Manager können ihr unsystematisches Risiko (= ihr Humankapital) nicht diversifizieren. Deshalb neigen sie im Gegensatz zu Anteilseignern, denen Aktienportefeuilles diese Möglichkeit bieten, zur Risikoaversion. Um das Risiko eines

möglichen Einkommens- oder Arbeitsplatzverlustes zu minimieren, ist die Unternehmenspolitik tendenziell defensiv ausgerichtet. So werden beispielsweise hohe Bestände an risikolosen festverzinslichen Wertpapieren gehalten, und erzielte Überschüsse werden eher einbehalten als ausgeschüttet. Derartige Maßnahmen führen aber vielmehr zu Stillstand als zu Shareholder-Value und sind daher nicht im Interesse der Aktionäre.

Stock-Option-Pläne setzen dem Management mit der verbrieften Erfolgspartizipation Anreize, bewußt Risiko zu suchen. Als problematisch erweist sich aber, daß die Anreizwirkung von Stock Options nicht nach oben begrenzt ist und somit mittelfristig zu mehr "Motivation" führen kann, als dem Unternehmen auf lange Sicht gut tut. Durch die Korrelation der letztlichen Gehaltshöhe mit dem Risiko wird mitunter Wagemut freigesetzt und zu dem Eingehen von Risiken motiviert, die im Extremfall zu einer Gefahr für das Unternehmen werden können. Wieviel Anreiz bedarf es, um die Schaffenskraft der Führungskräfte in den Dienst des Shareholder-Value zu stellen?

Empirische Untersuchungen haben zu dem erstaunlichen Ergebnis geführt, daß bereits eine geringe Beteiligung am ansteigenden Shareholder-Value ausreicht, um die Führungskraft zur dauerhaften Erhöhung des Unternehmenswerts zu bewegen. In der Praxis wird sich ein Minimalprinzip aufgrund der mit Stock Options bezweckten Akquisitionsfunktion qualifizierter Führungskräfte nicht realisieren lassen. Dennoch erscheint überdenkenswert, ob nicht eine Begrenzung der realisierbaren Optionsgewinne durch Caps eventuell dazu beitragen könnte, die negativen Nebeneffekte derselben zu begrenzen, ohne dabei die unbestreitbaren Vorteile aufs Spiel zu setzen.

ad) Kurzfristigkeit des Shareholder-Value

Obwohl die Shareholder-Value-Orientierung postuliert, langfristig zum Wohle aller Stakeholder zu führen, haftet dieser dem Einsatz von Stock-Options zugrundeliegenden Theorie ein großer Makel an: sie basiert auf einer oft kurzsichtigen Unternehmensbewertung von Investoren, die binnen kürzester Zeit nach höchster Rentabilität zielen. Eine oft nur kurzfristige Unternehmenssteuerung ist die Konsequenz eines Managements, das sich dem Shareholder-Value verschrieben hat. Die mit dem Prinzip beabsichtigte langfristige Erfolgsorientierung und Sicherstellung

der Überlebensfähigkeit des Unternehmens wird aber gerade nicht zwingend Rechnung getragen.

Als problematisch erweist sich die (von Investoren praktizierte) Messung der angestrebten Unternehmenswertsteigerung. Aus Praktikabilitätsgründen werden beispielsweise *Barwertbetrachtungen* von Free-Cash-Flows vorgenommen. Diese Betrachtungsweise verleitet zu dem Schluß, daß eine Vorverlagerung der Free-Cash-Flows Unternehmenswert maximiert. Kaum zugestimmt werden aber dürfte der Aussage, daß ein Unternehmen, daß keinerlei Investitionen tätigt, besser einzustufen sei als ein Unternehmen, daß durch Investitionen Zukunftssicherung betreibt.

Zudem erkaufte sich ein Unternehmen durch Auflegen von Stock Options auch Inflexibilität dadurch, daß die Entlohnung des Managements am Aktienkurs orientiert und damit den "Launen" der Aktionäre ausgesetzt ist. Dies kann zur ungewünschten Abhängigkeit von Modeerscheinungen führen, denen nachzugeben sich nicht immer als richtig erweist.

Diesen angerissenen Problemen kann einzig durch eine nicht zu kurz bemessene Erstausübungsfrist für die Optionen sowie eine zeitlich befristete Sperrung der erhaltenen jungen Aktien begegnet werden.

#### **a) Benachteiligung der Aktionäre**

Aktionäre stellen als (potentielle Neu-)Kapitalgeber eine kritische Größe für das Unternehmen dar und sollten daher nicht durch Stock Options benachteiligt werden.

##### aa) Verwässerungsproblematik

Ein verteilungspolitisches Problem wird aufgegriffen, wenn gegen Stock Options angeführt wird, Altaktionäre könnten durch den bei Ausübung der Optionsrechte eintretenden Verwässerungseffekt nur verlieren, während Begünstigte eines Stock-Option-Programms stets an Gewinnen beteiligt würden, nie aber auch an Verlusten.

Richtig ist, daß Stock Options kein Verlustrisiko verkörpern. Im ungünstigsten Fall, nämlich dann, wenn der tatsächliche Börsenkurs zum Ausübungszeitpunkt nicht oberhalb des Basiskurses liegt, sind sie wertlos und werden nicht ausgeübt. Wenn Stock Options aber kompensatorisch zu einer geringen Grundvergütung ausgegeben werden, ist diese "Verlustsituation" für die Begünstigten durchaus negativ.

Aus dem Bezugsrechtsausschluß hinsichtlich des aus der bedingten Kapitalerhöhung im Rahmen eines Stock-Option-Plans entstehenden neuen

Grundkapitals resultiert für die Altaktionäre eine Verwässerung ihrer Beteiligungsposition. Zum Tragen kommt dieser Effekt aber nur, wenn die Optionen an Wert gewonnen haben und ausgeübt werden. Dem muß sachlogisch eine Mehrung des Aktionärsvermögens durch den bewirkten gestiegenen Unternehmenswert bzw. gestiegene Aktienkurse vorausgegangen sein. Soweit die zusätzliche Unternehmenswertsteigerung den zu erwartenden Kapitalverwässerungseffekt der Aktionäre langfristig übersteigt, sind Stock-Option-Pläne sinnvoll auch für Aktionäre sinnvoll.

ab) Free-Float-Minderung

Die im Falle einer Ausübung von Stock Options eintretende Erhöhung der Aktienzahl einer Aktiengesellschaft wirkt sich durch den zugrundeliegenden Bezugsrechtsausschluß der Altaktionäre an den neuen Aktien Free-Float-mindernd aus. Anstatt nämlich sämtliche bei Ausübung ihrer Optionen erworbenen Aktien sofort zu veräußern, werden durch Stock Options Begünstigte zum Teil wohl auf weitere Aktienkurssteigerungen setzen. Die absolut auf dem Markt handelbare Aktienmenge nimmt dadurch zu, relativ gesehen aber sinkt sie vorerst. Obwohl die resultierende "Verbesserung der Aktionärsstruktur" sowie die durch das Mehr an Aktien eintretende Fungibilitätsverbesserung aus Unternehmens- und Aktionärssicht prinzipiell zu begrüßen sind, sollte der gegenläufige Effekt der Free-Float-Minderung insbesondere bei kleineren Aktiengesellschaften nicht vernachlässigt werden. Im Regelfall ist ein gewisser Mindest-Free-Float nämlich Voraussetzung für eine Indexzugehörigkeit.

**a) Ansatztheoretisches Problem**

Eine ansatztheoretische Schwäche von Stock Options kann in dem einseitigen Anknüpfen an monetären Zielgrößen gesehen werden. Wie dargestellt wurde, kann die Motivation durch Stock Options begünstigter Führungskräfte durch die Aussicht auf hohe Optionsgewinne gesteigert werden. Ebenso ist nicht abstreitbar, daß Stock Options dem Management Anreize zu geben geeignet sind, die Unternehmensstrategie dem Shareholder-Value-Gedanken entsprechend auszurichten und eine nachhaltige Wertsteigerung der Aktien der Gesellschaft zu bewirken. Ist es aber richtig, allein auf monetäre Zielgrößen abzustellen?

Genau an diesem Punkt setzt die Motivationsforschung an: sie versucht, die nicht mehr zeitgemäße Vorstellung zu korrigieren, Mitarbeiter würden nur in "materiell-existenziellen Kategorien erleben und fühlen". Die Entlohnung stellt unter dieser Perspektive nur noch einen Motivationsparameter neben vielen dar.

Diese mitarbeiterspezifischen Erkenntnisse sind aber nicht ohne weiteres auf von Stock-Option-Plänen erfaßte Führungskräfte und Manager übertragbar. Die sich stellende Frage ist nicht, Mitarbeiter innerhalb des Gesamtsystems Unternehmung zur optimalen Leistungserbringung zu motivieren, sondern vielmehr sind Anreize für Manager zu schaffen, das System Unternehmung nach Ertragswertgesichtspunkten optimal auszurichten. Wenn aber nur Führungskräfte durch Stock Options bedacht werden, die auch direkten Einfluß haben auf die Wertentwicklung ihres Unternehmens, so sind für sie die für Mitarbeiter einschlägigen Motivationsmerkmale wie Anerkennung, Verantwortung oder Aufstiegschancen logisch ausgeschlossen.

Nachdenklich stimmt jedoch, daß Führungskräfte explorativen Erhebungen zufolge weichen Faktoren wie Selbständigkeit und Entscheidungskompetenz oder einem angenehmen Unternehmensklima einen wesentlich höheren Stellenwert beimessen als finanziellen Anreizen oder der Gesamtvergütung.

#### **b) Abhängigkeit vom Kapitalmarkt**

Ein aktuelles Problem ist die Abhängigkeit von Aktienoptionen vom Kapitalmarkt. In demselben Maße, wie Stock Options in den letzten Jahren mit der allgemeinen Börsenhausse an Bedeutung gewonnen haben, büßen sie diese im gegenwärtigen schwachen Marktumfeld wieder ein. Da Stock-Options-Programme sich angesichts rapide fallender Aktienkurse als nicht annähernd so attraktiv erweisen wie noch vor Jahresfrist gedacht, gehen mehr und mehr Firmen wieder dazu über, den bisher durch Stock Options verkörperten variablen Lohnanteil durch fixe Vergütungen zu ersetzen. Stock Options stellen im Umfeld allgemein fallender Börsenkurse keinen positiven Anreiz mehr dar, sondern sie werden zu "Dissatisfaktoren".

Leidtragende dieser Situation sind Start-Up-Unternehmen, die nicht über genügend Liquidität verfügen, um Spitzenkräften konkurrenzfähige Gehälter zu bieten.

Neben einer Neufestlegung des vereinbarten Basiskurses der Optionen bietet sich an, die Optionen statt an den Aktienkurs an den Ertragswert von Kennzahlen wie das bereinigte Ergebnis oder den Netto-Cash-Flow zu koppeln. Allerdings leidet eine derartige Ermittlung der Bemessungsgrundlage zwangsläufig unter verstärktem Subjektivitätseinfluß; auch hätte dies nichts mehr mit dem Begriff "Stock Option" gemein.

#### **Teil E) Eignung von Stock Options**

Wie gezeigt wurde, eignen sich Stock Options bei entsprechender Ausgestaltung und ausreichend langer Sperrfrist bestens als Managementinstrument einer Aktiengesellschaft, um die nachhaltige Ertragssituation und Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens zu verbessern und damit seine langfristige Überlebensfähigkeit zu sichern.

Vorteile aus dem Einsatz von Stock Options ergeben sich für Unternehmen aus personalwirtschaftlicher und finanzwirtschaftlicher Hinsicht. Auch die Attraktivität der Aktien kann durch Aktienoptionsprogramme gesteigert werden.

Die eine Hauptfunktion von Stock Options ist die Verwendung als "Akquisitionswährung" im globalen Kampf um hochspezialisierte Führungskräfte. Der zweite Anwendungsgrund ist der Wunsch nach einer Realisation von Shareholder-Value. Aufgrund der Koppelung mit Aktien steht die Wertentwicklung dieser variablen Vergütung in unmittelbarem Zusammenhang mit der Wertsteigerung des Unternehmens, was die Begünstigten dazu motiviert, ihr Handeln voll und ganz an der Unternehmenswertsteigerung auszurichten. Damit wird gleichzeitig den Interessen der Aktionäre gedient und die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes erleichtert.

Diesen positiven Aspekten von Stock-Option-Plänen stehen zahlreiche Nachteile gegenüber. Da die meisten der angeführten Nachteile nicht systematischer Natur sind, können sie aber durch entsprechende Ausgestaltung gebannt werden. Insoweit ist die Verwendung von Stock Options aus Unternehmenssicht grundsätzlich zu befürworten.

Als problematisch erweist sich insbesondere die starke Abhängigkeit von der Verfassung des Kapitalmarkts. Wenn ganze Märkte einstürzen, hat das Management kaum noch Einfluss auf den Aktienkurs. Dann verlieren auch Aktienoptionen einen großen Teil ihrer motivierenden Wirkung. Selbst durch Orientierung der Performancemessung an geeigneten Benchmarks wie einem Branchenindex kann diesem Problem nicht wirkungsvoll begegnet werden, wenn Aktien trotz unveränderten Fundamentaldaten plötzlich ein gänzlich anderes Bewertungsniveau zugemessen wird.

Auch wenn aber aufgrund der derzeitigen Börsensituation Stock Options zugunsten einer Fixvergütung zurückgefahren werden, ist wohl nicht ernsthaft zu befürchten, daß die Manager nun weniger gute Arbeit leisten werden als bisher. Vergegenwärtigt man sich die Tatsache, daß bereits eine geringe Beteiligung am ansteigenden Shareholder-Value ausreicht, um zur dauerhaften Erhöhung des

Unternehmenswerts zu motivieren, deutet dies darauf hin, daß die Rechtfertigung von Stock Options in der Literatur über weite Strecken sehr emotional geführt wird und der Anreizproblematik offenbar eine Bedeutung zugemessen wird, die ihr in der Praxis nicht wirklich zukommt.

Gerade die Tatsache aber, daß letztlich eine genaue Quantifizierbarkeit des erforderlichen Anreizes nicht realisierbar ist, spricht für die teilweise Verwendung von Stock Options, die diese Anreizfunktion in stärkerem Maße ausüben als alternative Entlohnungsformen oder Mitarbeiterbeteiligungen.

Mit der zunehmenden Tendenz zur internationalen Bilanzierung entfällt das Argument, Stock Options müßten im Vergleich zu anderen Mitarbeiterbeteiligungen und Entlohnungsformen nicht bilanziert werden. Dies tut ihrer liquiditätsentlastenden Wirkung aber keinen Abbruch. Hierin zeigt sich ein großer Vorteil gegenüber virtuellen Stock Options (sogenannten Stock Appreciation Rights), die rein durch das Gesellschaftsvermögen finanziert werden und nicht durch eine (bedingte) Kapitalerhöhung. Zusätzlich erwächst hieraus aber eine Stock Appreciation Rights ebenbürtige Steuerentlastung für das Unternehmen.

Meines Erachtens haben Stock Options in den letzten Jahren in Deutschland zu Recht an Verbreitung gefunden. Kosteneffizienz, schnelle Durchführbarkeit, erhöhte Flexibilität und internationale Einsetzbarkeit machen Stock-Option-Pläne zu einem überlegenen Managementinstrument, das sich langfristig in höherem Maße als Mitarbeiteraktien eignet, qualifizierte Führungsmitarbeiter anzuwerben, zu binden und zu Shareholder-Value-orientiertem Management zu motivieren.

Trotz der zur Zeit stark belastenden Kapitalmarktabhängigkeit haben Stock daher als Teil einer umfassenden Vergütungsstrategie eine Zukunft. Es ist anzunehmen, daß sie nach einer Beruhigung der Kapitalmärkte in Deutschland weiter an Bedeutung gewinnen und vor allem bei international ausgerichteten Unternehmen als ergebnisorientierte Vergütungsbestandteilen zur Regel werden.

## **Literaturverzeichnis**

**Aha, C.** (Gestaltungsmöglichkeiten): Ausgewählte Gestaltungsmöglichkeiten bei Aktienoptionsplänen, in: BB 1997, S. 2225-2228.

- Assmann, H. D.** (Insiderrecht): Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, in: AG 1997, S. 50-58.
- Bea, F. X. / Thissen, S.** (Institutionalisierung): Institutionalisierung des Shareholder-Value-Konzepts bei der GmbH, in: DB 1997, S. 787-792.
- Baeck, U. / Diller, M.** (Aktienoptionen): Arbeitsrechtliche Probleme bei Aktienoptionen und Belegschaftsaktien, in: DB 1998, S. 1405-1412.
- Baums, T.** (Aktienoptionen): Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, in Festschrift für C. P. Claussen, Köln u.a. 1997, S. 3-48.
- Becker, F. G.** (Anreizsysteme): Anreizsysteme für Führungskräfte, 3. Aufl., Bergisch Gladbach 1990.
- Bernhardt, W.** (Stock Options): Stock Options - eine Bewertung aus der Perspektive von Aktionären, in: Meffert, H. / Backhaus, K. (Hrsg.): Stock Options und Shareholder Value, Münster 1998, S. 17-27.
- Bernhardt, W. / Witt, P.** (Shareholder Value): Stock Options und Shareholder Value, in: ZfB 1997, S. 85-101.
- Brandhoff, J.** (Stock-Option-Pläne): Anreizkompatible Stock Option-Pläne, in: Personal 1999, S. 222-227.
- Bredow, G. M.** (Mustervereinbarung): Mustervereinbarung zu Aktienoptionsplänen für das Management und leitende Angestellte ("Stock Option Plans"), in: DStR 1998, S. 380-382.
- Busse, C.** (Einkaufstour): Siemens geht auf Einkaufstour zu Schnäppchenpreisen, in: HB, 23.02.2001.
- Busse von Colbe, W.** (Shareholder Value): Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht?, in: ZGR 1997, S. 271-290.
- Casper, M.** (Insiderverstöße): Insiderverstöße bei Aktienoptionsprogrammen, in: WM 1999, S. 363-370.



- Claussen, C. P.** (Aktienoptionen): Aktienoptionen - eine Bereicherung des Kapitalmarktrechts, in: WM 1997, S. 1825-1832.
- Dautel, R.** (Mitarbeiter-Aktienoptionen): Steueroptimale Gestaltung von Mitarbeiter-Aktienoptionen, in: INF 1999, S. 368-371.
- Dorfs, J.** (Jung-Manager): Jung-Manager ziehen High-Tech-Firmen vor, in: Handelsblatt, 14.02.2001.
- Eckert, R.** (Besteuerung): Besteuerung von Stock-Options, in: DB 1999, S. 2490-2493.
- Eschbach, W.** (Stock Options): Management Buy-Out und Ausgabe von Stock-Options, in: BB 1999, S. 2484-2490.
- Esterer, F. / Härteis, L.** (Bilanzierung): Die Bilanzierung von Stock-Options in der Handels- und Steuerbilanz, in: DB 1999, S. 2073-2077.
- Fedderson, D.** (Aktienoptionen für Führungskräfte): Aktienoptionen für Führungskräfte aus kapitalmarktrechtlicher und steuerrechtlicher Sicht, in: ZHR 1997, S. 269-299.
- Ferstl, J.** (Stock Options): Stock Options oder Stock Appreciation Rights - eine ökonomische Vergleichsrechnung, Regensburg 1998.
- Fiedler-Winter, R.** (Mitarbeiterbeteiligung): Innovative Mitarbeiterbeteiligung, 2. Aufl., Landsberg/Lech 2000.
- Fuchs, A.** (Aktienoptionen): Aktienoptionen für Führungskräfte und bedingte Kapitalerhöhung, in: DB 1997, S. 661-668.
- Fürhoff, J.** (Insiderrechtliche Behandlung): Insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionsprogrammen und Management-Buyouts, in: AG 1998, S. 83-88.
- Gedenk, K.** (Agency-Theorie): Agency-Theorie und die Steuerung von Geschäftsführern, in: DBW 1998, S. 22-37.
- Gedenk, K.** (Steuerung): Strategie-orientierte Steuerung von Geschäftsführern, Wiesbaden 1994.

- Haas, W. / Pötschan, H.** (Ausgabe von Aktienoptionen): Ausgabe von Aktienoptionen an Arbeitnehmer und deren lohnsteuerliche Behandlung, in: DB 1998, S. 2138-2141.
- Harrer, H.** (Stock-Option-Pläne): Mitarbeiterbeteiligungen und Stock-Option-Pläne, München 2000.
- Herzig, N.** (Bilanzielle Probleme): Steuerliche und bilanzielle Probleme bei Stock Options und Stock Appreciation Rights, in: DB 1999, S. 1-12.
- Hüffer, U.** (Aktiengesetz): Aktiengesetz, 4. Auflage, München 1999.
- Hüffer, U.** (Aktienbezugsrecht): Aktienbezugsrecht als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern - gesellschaftsrechtliche Analyse, in: ZHR 1997, S. 214-245.
- Isensee, T.** (Mitarbeiteraktienoptionen): Mitarbeiteraktienoptionen - mehr als nur eine steuerliche Gewinnchance?, in: DStR 1999, S. 143-147.
- Jäger, A.** (Aktienoptionspläne): Aktienoptionspläne in Recht und Praxis - eine Zwischenbilanz, in: DStR 1999, S. 28-34.
- Kallmeyer, H.** (Aktienoptionspläne): Aktienoptionspläne für Führungskräfte im Konzern, in: AG 1999, S. 97-103.
- Kau, W. M. / Leverenz, N.** (Mitarbeiterbeteiligung): Mitarbeiterbeteiligung und leistungsgerechte Vergütung durch Aktien-Options-Pläne, in: BB 1998, S. 2269-2276.
- Kley, M. D.** (Stock-Option-Programme): Stock Option Programme als Motivations-instrument, in: WM 1999, S. 1055.
- Klien, W.** (Shareholder-Value): Die Praxis der Shareholder-Value-Analyse: Irrtümer, Fallstricke und Anwenderhinweise, in: DStR 1998, S. 1148-1152.
- Knoll, L.** (Besteuerung): Besteuerung von Stock Options - Anmerkungen zu einer juristischen Frontlinie im ökonomischen Niemandsland, in: StuW 1998, S. 133-137.

- Kohler, K.** (Stock Options): Stock Options für Führungskräfte aus der Sicht der Praxis, in: ZHR 1997, S. 246-268.
- Köhler, J. / Scholand, M.** (Reengineering der Belegschaftsaktie): Reengineering der Belegschaftsaktie, in: Die Bank 1999, S. 346-351.
- Kreke, J.** (Shareholder Value): Shareholder Value und Stock Options: Erfahrungen der Douglas AG, in: Meffert, H. / Backhaus, K. (Hrsg.): Stock Options und Shareholder Value, Münster 1998, S.46-50.
- Laßmann, G. / Schwark, E.** (Arbeitnehmerbeteiligung): Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen, ZGR Sonderband 5, Berlin 1985.
- Leendertse, J.** (Aktienoptionen): Aktienoptionen: Angriff auf Managervergütung, in: WW vom 31.10.2000.
- Legerlotz, C. / Laber, J.** (Arbeitsrechtliche Grundlagen): Arbeitsrechtliche Grundlagen bei betrieblichen Arbeitnehmerbeteiligungen durch Aktienoptionen und Belegschaftsaktien, in: DStR 1999, S. 1658-1667.
- Lehner, U.** (Stock Incentive Plan): Der Stock Incentive Plan für den Führungskreis 1 der Henkel Gruppe, in: Meffert, H. / Backhaus, K. (Hrsg.): Stock Options und Shareholder Value, Münster 1998, S. 28-45.
- Lingemann, S. / Wasmann, D.** (KonTraG): Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht: Das KonTraG tritt in Kraft, in: BB 1998, S. 853-862.
- Lückmann, R.** (Manager-Gehälter): Manager-Gehälter in der Kritik - Stock-Options bleiben umstritten, in: HB vom 27.06.2000.
- Lutter, M.** (Aktienoptionen): Aktienoptionen für Führungskräfte - de lege lata und de lege ferenda, in: ZIP 1997, S. 1-9.
- Martens, K.-P.** (Eigene Aktien): Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel - Überlegungen de lege ferenda, in: AG 1996, S. 337-349.
- Meffert, H.** (Stock Options): Einführung in die Problemstellung "Stock Options und Shareholder Value", in: Meffert, H. / Backhaus, K. (Hrsg.): Stock Options und Shareholder Value, Münster 1998, S. 1-5.

- Menichetti, M. J.** (Aktien-Optionsprogramme): Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management, in: DB 1996, S. 1688-1692.
- Michel, J. W.** (Stock Options): Stock Options in Deutschland, Diss., Würzburg 1999.
- Milgrom, P. / Roberts, J.** (Management): Economics, Organization and Management, Englewood Cliffs u. a. 1992.
- Mülbert, P. O.** (Shareholder Value): Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, in: ZGR 1997, S. 129-172.
- Naumann, T. K.** (Bilanzierung): Zur Bilanzierung von Stock Options, in: DB 1988, S. 1428-1431.
- Neiß, P.** (Stock Options): Spezial Stock-Options: Goldene Handschellen, in: WW vom 19.06.2000.
- Neyer, W.** (Aktienoptionen): Arbeitnehmer Aktienoptionen : Betriebsausgabenabzug beim Arbeitgeber, in: BB 1999, S. 1142-1146.
- Oltmanns, M.** (Aufsichtsräte): Stock Options für Aufsichtsräte?, in: Achleitner, A.-K. / Wollmert, P. (Hrsg.): Stock Options, Stuttgart 2000, S. 213-231.
- o. V.** (Einkommensteuerbefreiung): Wirtschaft begrüßt die Förderung von Aktienoptionen, in: die Welt vom 23.01.2001.
- o. V.** (Entwurf AOG): Entwurf Österreichischen Bundesgesetzes, mit dem im Aktiengesetz, im Handelsgesetzbuch und im Börsengesetz Regelungen über Optionen und Aktien getroffen werden (Aktienoptionengesetz - AOG), 2001.
- o. V.** (Wertlose Aktienoptionen): Firmen suchen Alternativen zu wertlosen Aktienoptionen, in: HB vom 03.01.2001.
- Paefgen, W. G.** (Eigenkapitalderivate): Eigenkapitalderivate bei Aktienrückkäufen und Managementbeteiligungsmodellen, in: AG 1999, S. 67-74.
- Pellens, B. / Crasselt, N** (Bilanzierung I): Bilanzierung von Stock Options, in: DB 1998, S. 217-223.

- Pellens, B. / Crasselt, N** (Bilanzierung II): Zur Bilanzierung von Stock Options, in: DB 1998, S. 1431-1433.
- Peltzer, M.** (Steuer- und Rechtsfragen): Steuer- und Rechtsfragen bei der Mitarbeiterbeteiligung und der Einräumung von Aktienoptionen (Stock Options), in: AG 1996, S. 307-315.
- Portner, R.** (Stock Options): Mitarbeiter-Optionen (Stock-Options): Gesellschafts-rechtliche Grundlagen und Besteuerung, in: DStR 1997, S. 786-788.
- Rammert, S.** (Bilanzierung): Die Bilanzierung von Aktienoptionen für Manager - Überlegungen zur Anwendung von US-GAAP im handelsrechtlichen Jahresabschluß, in: WPg 1998, S. 766-777.
- Rappaport, A.** (Shareholder Value): Shareholder Value - Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, 2. Auflage, Stuttgart 1999.
- Remer, A.** (Organisationslehre): Organisationslehre, 5. Auflage, Bayreuth 2000.
- Schäfer, H.** (Probleme der Mitarbeiterbeteiligung): Aktuelle Probleme der Mitarbeiterbeteiligung nach Inkrafttreten des KonTraG, in: NZG 1999, S. 531-535.
- Schilling, W. U.** (Shareholder Value): Shareholder Value und Aktiengesetz, in: BB 1997, S. 373-381.
- Schneider, U. H.** (Aktienoptionen): Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, in: ZIP 1996, S. 1769-1776.
- Schniedermeier, U.** (Start-ups): Blendende Aussichten bei Start-ups, in: Personalwirtschaft 3/2000, S. 16-22.
- Schwarz, G. C. / Michel, J.** (Aktienoptionspläne): Aktienoptionspläne: Reformvorhaben in Deutschland - Erfahrungsvorsprung in Frankreich, in: BB 1998, S. 489-494.
- Schweikhardt, W.** (Aktienoptionen): Entzaubert - Aktienoptionen haben Reiz verloren, in: WW vom 18.01.2001.

- Schwetzer, B.** (Aktienoptionsprogramme): Aktienoptionsprogramme für das Management, in: Meffert, H. / Backhaus, K. (Hrsg.): Stock Options und Shareholder Value, Münster 1998, S. 6-16.
- Schwetzer, B.** (Shareholder Value): Shareholder Value Konzept, Managementanreize und Stock Option Plans, in: DBW 1999, S. 332-350.
- Siddiqui, S.** (Bewertung): Einfaches Modell zur Bewertung von Aktienoptionen mit Ausübungshürden, in: BB 2000, S. 296-298.
- Steiner, M. / Bruns, G.** (Wertpapiermanagement): Wertpapiermanagement, 6. Aufl., Stuttgart 1998.
- Stihl, H. P.** (Mitarbeiterkapitalbeteiligung): Mitarbeiterkapitalbeteiligung - Mode oder Modell?, in: Arentz, H.-J. / Stihl, H. P. : Vermögensbildung in Arbeitnehmerhand - Wege zu einer Gesellschaft von Teilhabern, Sankt Augustin 1998, S. 41-49.
- von Rosen, R.** (Aktienoptionen): Aktienoptionen für Führungskräfte und Insiderrecht, in: WM 1998, S. 1810.
- Wagner, K.-R.** (Kapitalbeteiligung): Kapitalbeteiligung von Mitarbeitern und Führungskräften, Heidelberg 2000.
- Wagner, K.-R.** (Variable Vergütungen): Erfolgsorientierte variable Vergütungen, in: BB 1997, S. 150-158.
- Wagner, K.-R.** (Mitarbeiterkapitalbeteiligung): Gesellschaftliche Mitarbeiterkapital-beteiligung innerhalb von Investivlohnmodellen, in: NZG 1998, S. 2-7.
- Wagner, K.-R.** (Führungskräftebeteiligungsmodelle): Führungskräftebeteiligungsmodelle: Bausteine unternehmerischer Führung auch außerhalb von Shareholder Value, in: NZG 1998, S. 127-132.
- Walti, B.** (Mitarbeiterbeteiligung): Mitarbeiterbeteiligung - Aktien- und Optionspläne, Diss., Zürich 1997.

- Weiß, D. M.** (Aktienoptionsprogramme): Aktienoptionsprogramme nach dem KonTraG, in: WM 1999, S. 353-363.
- Wenger, E.** (Aktienoptionsprogramme): Aktienoptionsprogramme für Manager aus der Sicht des Aktionärs, in: Meffert, H. / Backhaus, K. (Hrsg.): Stock Options und Shareholder Value, Münster 1998, S. 51-64.
- Wenger, E. / Kaserer, C. / Knoll, L.** (Manageranreize): Stock Option - Manageranreize zwischen Anspruch und Realität, in: A. Egger / O. Grün / R. Moser (Hrsg.): Managementinstrumente und -konzepte, Stuttgart 1999, S. 481-509.
- Wenger, E. / Knoll, L. / Kaserer, C.** (Stock Options): Stock Options, in WiSt 1999, S. 35-38.
- Wenger, E. / Terberger, E.** (Theorie der Organisation): Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, in: WiSt 1988, S. 506-514.
- Winter, S.** (Managementanreizsysteme): Prinzipien der Gestaltung von Management-anreizsystemen, Wiesbaden 1996.
- Wollmert, P. / Mantzell, J.** (Bilanzierung): Bilanzierung von Stock Options nach internationalen Grundsätzen, in: Achleitner, A.-K. / Wollmert, P. (Hrsg.): Stock Options, Stuttgart 2000, S. 133-151.
- Zeidler, F.** (Aktienoptionspläne): Aktienoptionspläne - nicht nur für Führungskräfte - im Lichte neuester Rechtsprechung, in: NZG 1998, S. 789-799.
- Zimmer, L.** (Optionsrechte): Die Ausgabe von Optionsrechten an Mitglieder des Aufsichtsrats und externe Berater, in: DB 1999, S. 999-1003.
- 

Anmerkung: Die zitierten Artikel aus HB, WW und Welt sind über die jeweiligen Internetseiten ([www.handelsblatt.de](http://www.handelsblatt.de), [www.wirtschaftswoche.de](http://www.wirtschaftswoche.de), [www.welt.de](http://www.welt.de)) abrufbar.

