

Michael Adams*

AKTIONSOPTIONSPLÄNE UND VORSTANDSVERGÜTUNGEN

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 generationenlang 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 geheimgehaltener Aktienoptionspläne zusammengerafft. Mit Aktienoptionsplänen wurde zudem häufig ohne jeden sachlichen Grund ein Verfahren gewählt, das für die Aktionäre mit einer maximalen Steuerstrafe verbunden ist. 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. Die extremen Einkommen der begünstigten Vorstände sind 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.

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

Fragen sind nie indiskret. Antworten zuweilen.

Oskar Wilde

A. Einleitung

Es gehört zu den Weisheiten der Wirtschaftswissenschaften, daß die Ungleichheit der Einkommen ein unvermeidbares Beiprodukt eines Systems von Anreizen sind, die Leistung und Erfolg belohnen. So muß es verblüffen, daß der Lohn eines deutschen Bundeskanzlers oder eines ganzen mit dem Nobelpreis ausgezeichneten 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 erörtern, ob die astronomischen Höhen, die Vorstandsvergütungen in Deutschlands großen Aktiengesellschaften nunmehr erreicht haben, als auch ihr Abstand zu anderen Leistungsträgern größerer Verantwortung hingenommen werden müssen, um die Vorstände zu den gewünschten Höchstleistungen anzuspornen. Es geht somit um die Frage, ob es sich in diesen

* Universitätsprofessor Dr rer. pol., Universität Hamburg.

Fällen um gerechtfertigte Anreizvergütungen handelt oder um das Herüberschwappen der „amerikanischen Krankheit“ in Form der Ausplünderung von Unternehmen durch die Unternehmensverwaltung mit Hilfe komplexer Vergütungssysteme, der mit Hilfe des Aktienrechts entgegengetreten werden muß¹.

B. Vorstandsvergütungen in Deutschland

1. Die Vorstandsvergütung im Fall Esser bei Mannesmann/Vodafone

Der Vorstandsvorsitzende Esser der Mannesmann AG erhielt nach einer verlorenen Übernahmeschlacht gegen Vodafone im März 2000 eine „Anerkennungsprämie“ in Höhe von 32 Millionen Mark ausbezahlt². Vodafone als neue Mehrheitsaktionärin der Mannesmann AG war an einer Erfüllung des Anstellungsvertrages von Esser nicht interessiert. Esser stimmte einer einvernehmlichen Beendigung der Bestellung zu und erhielt als Abfindung rund 29 Millionen Mark. Insgesamt wurden damit Esser im Jahre 2000 aus der Unternehmenskasse Mannesmann eine Abfindung von zusammengekommen DM 61 Millionen gezahlt. 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. Sie sei damit marktgerecht und rechtmäßig im Sinne des § 87 AktG. 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 Vorstandsmitgliedes aus drei Bestandteilen, dem Grundgehalt,

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

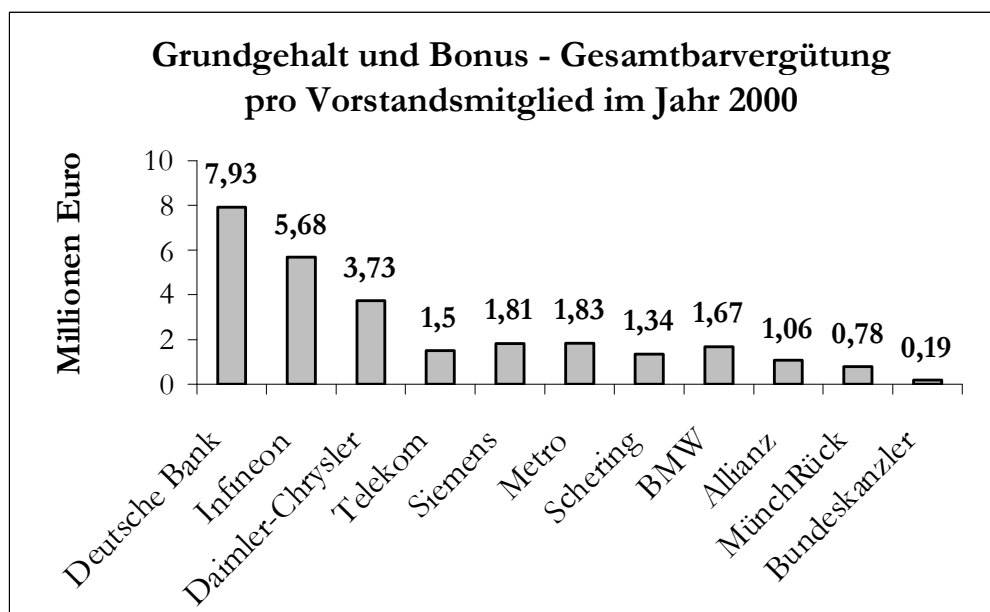
² Vgl. hierzu insbesondere Handelsblatt v. 5.11.2001, S. 13 und FAZ v. 2.11.2001, S. 22 sowie die genaue Analyse des Falles bei M. Adams, Vorstandsvergütungen, in: Festschrift für Carl-Christian von Weizsäcker, 2003, herausgegeben von H. G. Nutzinger.

den Boni und den zusätzlich gewährten Optionen oder deren wirtschaftlichen Äquivalenten („SAR's / Wertsteigerungsrechten“) ergibt:

$$\text{Gesamtvergütung} = \text{Grundgehalt} + \text{Boni} + \text{Optionsrechte}^3.$$

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

Die folgende Graphik gibt die Gesamtbarvergütung des Bundeskanzlers und die der Vorstände einiger wichtiger Unternehmen für das Jahr 2000 an⁴.



Die voran stehende Übersicht erfasst noch nicht die gesamte Vergütung der

³ Anstelle von Optionsrechten können auch andere als „Long Term Incentives“ bezeichnete Vergütungen gewährt werden. Hierzu zählen Wertsteigerungsrechte, virtuelle Optionen oder virtuelle Aktien. Diese wurden in der Tabelle zur Vergleichbarmachung in ihre Barwerte bei einem Diskontierungssatz von 6% umgerechnet.

⁴ Bei einem Vergleich mit den im Jahre 1999 gewährten Vergütungen ergibt sich ein erheblicher Anstieg der Barvergütungen, der in den Einkommenssteigerungen anderer Bevölkerungsgruppen keine Entsprechung hat, vgl. hierzu M. Adams, Vorstandsvergütungen, in: Festschrift für Carl-Christian von Weizsäcker, 2003, herausgegeben von H. G. Nutzinger.

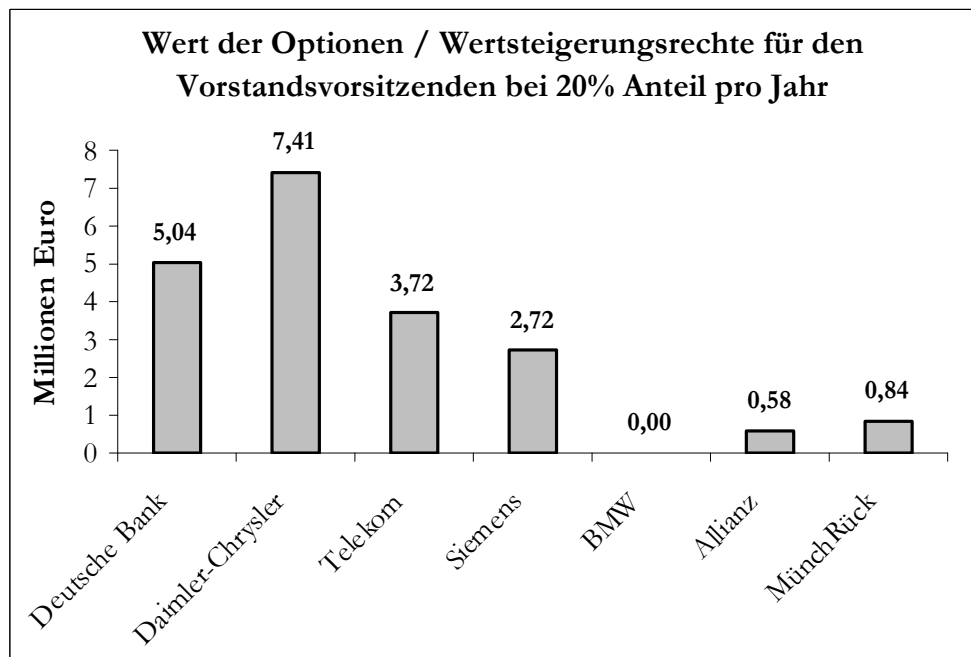
Vorstände, da sie die den einzelnen Vorständen gewährten *Optionswerte* nicht beinhalten. Optionsrechte sind eine neuere Form der Vergütung. Sie sind für den extremen Anstieg der Vorstandsgehälter in den USA und nunmehr auch Deutschland verantwortlich. In der Fußnote werden die im Rahmen von Optionen verwendeten Begriffe erläutert⁵.

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 wird⁶. Bei den Black-Scholes-Werten handelt es sich um die Barwerte der Optionen. Diese Werte werden unter bestimmten, naturgemäß nicht

⁵ Die Definitionen wurden dem Entwurf des Deutschen Rechnungslegungsstandard Nr. 11 – E DRS 11 – zur Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entgeltformen, entnommen: 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 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.

⁶ 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 aufgeteilt (bei Fünfjahresverträgen pro Vorstand pro Jahr also 40 000) und dann nach Black-Scholes berechnet und mit 6% abgezinst. Die tatsächliche Ausgabe der Optionen wird jedoch häufig vom Aufsichtsrat je nach Börsenkurs, Lage des Unternehmens pro Jahr in schwankender Höhe festgesetzt. Wesentliche Abweichungen ergeben sich für die in dieser Arbeit zu diskutierende Frage hierdurch nicht. Weiterhin ist es üblich, 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.

immer vollständig zutreffenden Annahmen⁷ errechnet. Sie sind jedoch von den standardsetzenden Rechnungslegungsinstitutionen in den USA und Deutschland



anerkannt.

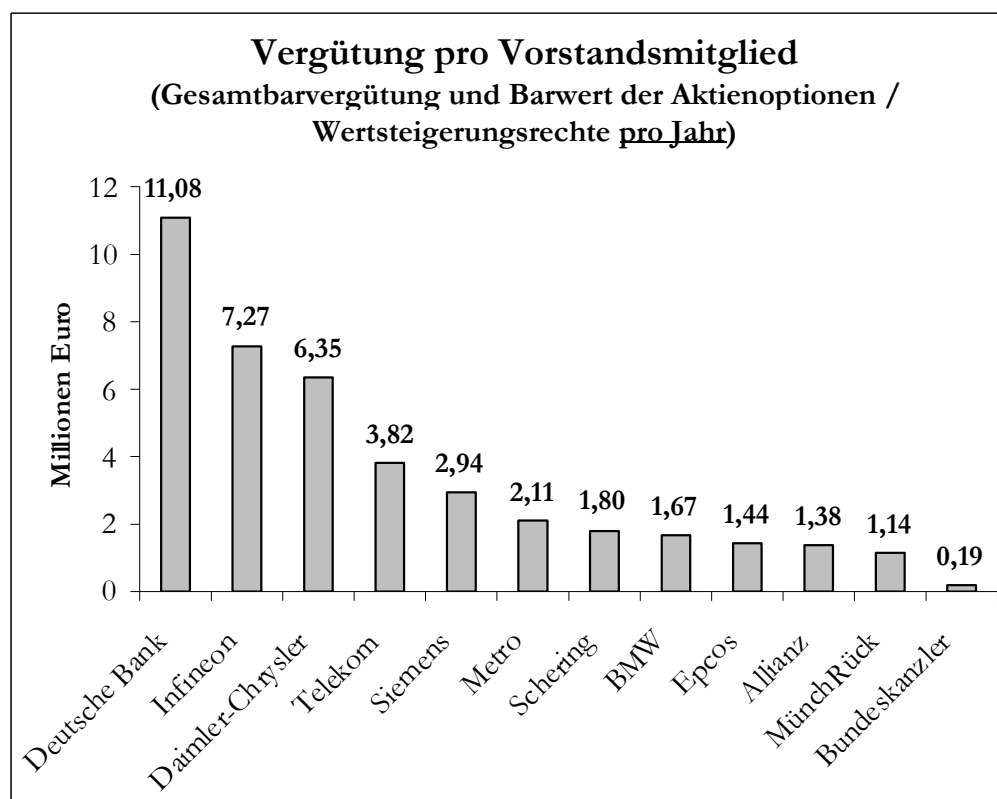
Ein Vergleich der Zahlen zeigt, daß der BMW Vorstand – und natürlich der Bundeskanzler - ohne Aktienoptionsprogramm auskommen muß, sich die entsprechenden Vergütungszahlen bei Hinzunahme der Optionsprogramme somit nicht ändern.

Bemerkenswert ist weiterhin, daß die DaimlerChrysler AG keinen kontrollierenden privaten Aktionär aufweist, 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 sie selber gegebenenfalls unter wichtige aktienrechtlich bedeutsame Schwellenwerte herabgedrückt 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.

⁷ 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. Die theoretischen Einschränkung ihrer Verwendbarkeit ist für die in dieser Arbeit angestellten Überlegungen ohne Bedeutung.

Private Großaktionäre lassen sich daher bereits aus diesem Grund nicht derartige gefährliche und komplizierende Vergütungssysteme gefallen.

Nimmt man 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.



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 z.B. 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 diskreten Ausbeutung durch die Unternehmensverwaltung ausgesetzt. Nur ein den Konzern kontrollierender privater Großaktionär wird verlässlich verhindern, daß es zu derartigen 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 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.

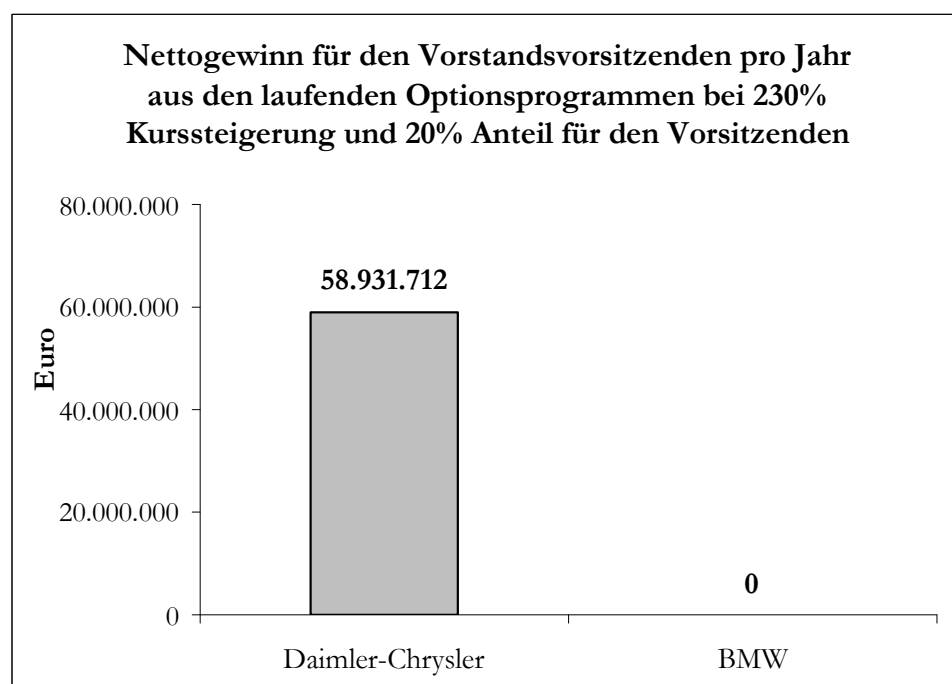
Zur vergleichenden Analyse sollen daher auch für Deutschland die *Vergütungen für die Vorstandsvorsitzenden* errechnet werden. Da in Deutschland ein Einzelausweis der Vorstandsvergütung gegenüber den Eigentümern nicht erfolgt, ist man auf Annahmen über die Verteilung der Optionen angewiesen. Da der deutsche Vorstandsvorsitzende rechtlich und praktisch nicht die umfassende Machtfülle eines amerikanischen CEO besitzt, vermag er auch nicht ähnlich große Stücke aus dem zur Verfügung stehenden Optionsvergütungskuchen für sich herauszuschneiden. Im folgenden soll daher davon ausgegangen werden, daß der Vorstandsvorsitzende für sich 20% der Gesamtvergütung aller Vorstände vereinnahmt. 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 Ergebnisse⁸.

Die Barwerte nach Black-Scholes sind zudem 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

⁸ 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. Deshalb sollten Black-Scholes Angaben – wie hier geschehen – durch Szenariorechnungen ergänzt werden. 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%.

diese Rechnungen ermöglichen es dem Publikum, sich auf einige erstaunliche Vergütungsmöglichkeiten ihrer Vorstände seelisch vorzubereiten.

Um die Vergleichbarkeit mit der Vergütung 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 für einen Anstieg des Aktienkurses von 230 Prozent dargestellt werden. Es handelt sich hier um die Zahlen der gegenwärtig tatsächlich 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 von 10 Jahren daher in der Wirklichkeit ohne weiteres zu den nun im folgenden beispielhaft dargestellten Zahlungen kommen:



Bei einem Aufsparen⁹ der jährlich gewährten Optionen auf ein einziges Jahr verbleibt dann dem jeweiligen Vorstandsvorsitzenden rechnerisch der fünffache Jahresbetrag, also 294.658.560 Euro.

⁹ In der Wirklichkeit wird der Vorsitzende nicht kaltblütig seine Optionen so lange bis genau zu diesem Kurs aufsparen. 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

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 auf ein Jahr kumuliert rund *294 Millionen Euro* als Nettogewinn nur aus seinen Optionsvergütungen zu erzielen. Bemerkenswert ist zudem, daß die Aktionäre bei dieser Vergütungsform aufgrund der fehlenden Abzugsfähigkeit bei der Steuer¹⁰ noch einen Steuernachteil in rund der derselben Größenordnung erlitten haben, so daß die Nachsteuerkosten des Vorstandsvorsitzenden bei 50% Steuersatz dann *589 Millionen Euro* betragen 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* allein für den Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG für fünf Jahre belaufen sich dann für die Aktionäre nach Steuern auf rund *1,15 Milliarden Mark*¹¹. Die Kosten für die anderen Vorstände der DaimlerChrysler AG sind etwas geringer, da ja der Anteil des Vorsitzenden mit 20% gerechnet wurde.

3. Falsche Anreize: Jährliche Neufestsetzung und Änderung bestehender Bezugspreise 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 einmal die Möglichkeit einer nachträglichen Änderung des Bezugspreises (Repricing)¹² und zum anderen eine jährliche Neufestsetzung des Bezugspreises.

bei seinem Amtsantritt bestehenden Kursen erhalten kann, wenn er es schafft den Aktienkurs zunächst zu halbieren und dennoch im Amt zu bleiben.

¹⁰ Die fehlende Verbuchung von Aktienoptionen in den Personalaufwendungen und damit in der Gewinn- und Verlustrechnung wird weiter unten ausführlich behandelt. Hier geht es darum, durch Szenariorechnungen die tatsächlich möglichen Dimensionen der Vergütung einer einzelnen Person aufzuzeigen.

¹¹ Es handelt sich hier um eine Musterrechnung für einen stilisierten, aber möglichen Fall, der die auf die ersten Blick nicht erkennbaren Vergütungshöhen vor Augen führen soll und die zäh verteidigte Geheimhaltung dieser Zahlen beendet. Die Rechnung wird 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 Ausgabezeitraum 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.

¹² 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 Aktienkusergebnissen 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.

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 unmittelbaren Griff in das Vermögen der Aktionäre¹³. 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 häufig¹⁴ 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 folgendes: Stand der Kurs der DaimlerChrysler Aktie im ersten Jahre der Optionszuteilung beispielsweise auf 100, werden typischerweise als Ausübungspreis auf diesen Kurs 20% Prämie verlangt¹⁵. 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 auszahlen¹⁶. 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.

¹³ Aus Kreisen von Vergütungsberaterunternehmen wird 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.

¹⁴ Vgl. C. v. Einem / A. Pajunk, in: A.-K. Achleitner / P. Wollmert (Hrsg.) Stock Options, 2002 2. Aufl., S. 101 f.

¹⁵ 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 und notierte im Juni 2002 bei 50 Euro.

¹⁶ Das nach dieser Struktur laufende Aktienoptionsprogramm der DaimlerChrysler AG ist von E. Wenger erfolglos gerichtlich angefochten worden und damit rechtskräftig als zulässig erkannt. Eine Kritik der gerichtlichen Fehlentscheidungen folgt weiter unten.

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 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 bloß der Vorstandsvorsitzende auf *Nachsteuergrundlage* berechnet nur aus dem Optionsprogramm die DaimlerChrysler AG und ihre Aktionäre $9,2 + 96,6$ Millionen Euro, 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 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 – vielleicht beim Amtsnachfolger - wieder gewinnen. Dies kann auch durch eine gezielte Informationspolitik und Investitionspolitik des Vorstandes bewerkstelligt werden.

Ein weiteres Beispiel für ein derartig verfehltes Optionsprogramm bietet auch die Deutsche Telekom AG. Dort wurden - nach 440 838 Aktien für das Jahr 2000 - als Vergütung für das Jahr 2001 bei stark gesunkenem Aktienkurs gegenüber 2000 nur für den Vorstand insgesamt 1,74 Millionen Aktien ausgegeben. Der Ausübungskurs wurde mit 20 % über dem Durchschnittskurs, der 27 Euro betrug, festgelegt. Ab einem Kurs von rund 33 Euro bedeutet dies einen Gewinn von 1,74 Millionen Euro für den Vorstand für jeden Euro, den der Kurs der Telekom über 33 Euro liegt. Erreicht etwa der Kurs der T-Aktie bis zum Jahr 2011 wieder 100 Euro, bedeutete dies einen Gewinn nur aus den Optionen des Jahres 2002 für den Vorstand von 116 Millionen Euro. Wird lediglich der Kurs der letzten Kapitalerhöhung von 66,50 Euro im Laufe von 10 Jahren seit 2001 wieder erreicht, erzielt der Vorstand einen Gewinn von 58 Millionen Euro. Da auch hier die Kosten nicht von der Steuer abziehbar sind, verdoppeln sich für die Aktionäre die Nachsteuerkosten der Vorstandsvergütung für das Jahr 2001 und nur aus den Aktienoptionen auf 232 Millionen bzw. 116 Millionen Euro. Wenn der Aufsichtsrat weiter nach diesem Schema vorgeht, sieht die Vergütung für 2002 für den Vorstand wie folgt aus: Kurs der Telekom Aktie im Juni 12 Euro, Ausgabepreis 20% über 12 Euro, dh. 13,20. Bei einer Gewährung von 1,74 Millionen Aktien würde der Vorstand bei Erreichen eines Kurses von 100 Euro irgendwann innerhalb eines Zeitraumes bis 2012 einen Gewinn von 151 Millionen Euro als Entgelt für seine Leistung im Jahr 2002 erhalten, obwohl der Aktienkurs gegenüber

der letzten Optionsgewährung nochmals um 44 Prozent abgestürzt war und das Unternehmen gegenüber seinem Höchstkurs rund 90 Prozent an Wert verloren hat. Steigt der Kurs innerhalb von 10 Jahren nur wieder auf den Kurs der letzten Kapitalerhöhung von 66,50 Euro, beträgt das Entgelt aus den Optionen des Jahres 2002 für den Vorstand 92 Millionen Euro. Auch hier gilt, daß die Nachsteuerkosten für die Aktionäre doppelt so hoch sind, also 302 Millionen Euro bzw. 184 Millionen Euro. Gegenüber dem Aktienoptionsplan der DaimlerChrysler AG ist jedoch lobend zu erwähnen, daß der Vorstand der Telekom nicht auch noch die Preishürde von 20 % in bar ausbezahlt erhält. Auch handelt es sich hier um die Gesamtvergütung des Vorstandes, während bei DaimlerChrysler nur das Gehalt des Vorsitzenden durchgerechnet wurde.

Dennoch läßt sich **festhalten**, daß die Gewährung von Aktienoptionen mit fallenden Ausübungskursen in dieser Form kein Leistungsentgelt darstellt. Es handelt sich bei den dargelegten Aktienoptionsplänen um eine Entreicherung der Aktionäre unter Ausnutzung des Wertverfalls der Aktien, für die zudem der Vorstand noch Verantwortung trägt. Daß diese Vergütungsform aufgrund der Nichtabzugsfähigkeit beim Personalaufwand zudem mit einer maximalen Steuerstrafe belegt ist, verbessert nicht ihre Rechtfertigung. Die Möglichkeit, nach schweren geschäftlichen Mißerfolgen aufgrund eines angeblich leistungsorientierten Vergütungssystems bis zu dreistellige Millionenbeträge als Vergütung zu erzielen und dies bei für die Aktionäre noch verdoppelten Kosten, ist ohne sachlich-rechtfertigenden Grund ein Verstoß gegen die Vergütungsbegrenzung nach § 87 AktG. Der diese Vergütungsschemata vorbereitende Vorstand und der gewährende Aufsichtsrat sind hierfür schadensersatzpflichtig¹⁷.

4. Die Vergütungsgeschehnisse in den USA

Für die USA haben Bebchuk, Fried und Walker¹⁸ 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. Aufgrund es 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

¹⁷ In der Praxis werden die Vergütungsvorschläge vom Vorstand - unterstützt von mühsam ein wenig die Gier des Vorstandes abbremsenden Beratungsfirmen - dem Aufsichtsratsausschuss für Vorstandsangelegenheiten unterbreitet. Der Aufsichtsratsausschuss wird dann in der Regel wohl mit Hilfe der Komplexität der Optionspläne übertölpelt. So könnte etwa dem Ausschuss nur der einfache Black-Scholes Wert vorgelegt werden. Dieser war etwa bei der Optionsvergabe für die Telekom AG im Jahre 2001 rund 20 Millionen Euro. Welche astronomischen Summen sich hieraus auch für die Telekom AG im Falle völlig leistungsloser Kurssteigerungen ergeben, war den Ausschussmitgliedern hoffentlich wohl nicht gegenwärtig.

¹⁸ L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002 S. 9 ff. mwN.

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 haben. Der Ruf, sich unnachgiebig gegenüber exzessiven Gehaltswünschen 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 kennzeichnen¹⁹.

Die von Beraterfirmen vorgebrachte Behauptung transparenter CEO-Marktlöhne verißt den praktischen Prozeß der Vergütungsrunde und seine Kontrolle durch die Begünstigten²⁰. 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 willfährige 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, abschrecken 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 und Risiken eine Unternehmenswertminderung von rund 20 – 30 Prozent erfordert²¹. Ein solche Differenz haben bei Großunternehmen bisher wohl selbst die exzessivsten US-amerikanischen Vergütungen noch nicht erreicht.

¹⁹ Vgl. The Economist, v. 6.4.2002, S. 58.

²⁰ Der gesamte hier vorgetragene Bericht über die amerikanische Vergütungspraxis stützt sich weitgehend auf L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002 S. 13 ff. mwN.

²¹ 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.

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 auszeichneten²². Darüber hinaus weisen *Bebchuk/Fried/Walker*²³ 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 habe²⁴.

C. Mögliche Gründe für die beobachteten Vergütungspraktiken

Angesichts dieser teilweise leistungslos erzielten 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 „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 verfolgen²⁵. 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 astronomischen Vergütungen lediglich den Mißbrauch der Macht der Unternehmensverwaltungen gegen praktisch nicht zur Gegenwehr fähige Aktionäre. 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 angesetzt²⁶. Um die Höhe der Vergütung zu

²² J. E. Core, et al., Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, 51 Journal Financial Economics 1999, S. 371 ff.

²³ AaO. S. 28 ff.

²⁴ Der folgende von 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. 31 geschilderte Fall des Disney Vorstandes Ovitz, in Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del.2000) mag als Anschauung dienen: Bei seiner Anstellung wurde Ovitz vom Disney Board ein „No-Fault Termination“-Vereinbarung zugestanden, nach der Ovitz 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. Nach rund 9 Monaten erfolglosen Wirkens verließ Ovitz um rund 120 Millionen US-Dollar reicher das Unternehmen. Rechtliche Handhabe hiergegen gibt es in den USA bisher nicht.

²⁵ L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002.

²⁶ L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002.

verschleiern, würden zudem für die Aktionäre undurchsichtige und steuerschädliche Zahlungsformen gewählt.

1. Die Hypothese von der Anreizvergütung

In einer Publikumsgesellschaft mit gestreutem Anteilsbesitz, bei der es keine einflußreiche 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 apathisch²⁷ 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 würden²⁸.

Versucht man die Vorgänge, die in Deutschland zu den zuvor beschriebenen Vergütungen geführt haben, zu würdigen, fällt auf, daß diese fehlerhaft verlaufen und offensichtlich nicht zu anreizoptimierten Verträgen für den Vorstand führen²⁹. 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“ hinzu³⁰. Zur

²⁷ 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.

²⁸ Vgl. hierzu grundlegend mit Beispielen P. R. Milgrom / J. Roberts, Economics, Organization, and Management, 1992, S. 228 ff.; 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 Review, 1994, 84, S. 972 ff.; 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 ff. 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.

²⁹ Vgl. hierzu ausführlich L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002, S 13 ff.

³⁰ 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-

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. Die Theorie der anreizeffizienten Vorstandsvergütung müßte nun zeigen, daß die dargelegten Vergütungen in Höhe und Struktur auch in Unternehmen ohne Corporate Governance Probleme vergleichbare Höhen und Strukturen aufweisen. Erst hierdurch wäre es möglich, diese als unverzerrte 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 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 ein Aktienoptionsprogramm abzuwehren vermag. 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 große Reichtümer 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 vorantreiben. Nur durch verbreitetes Auftreten und wechselseitige Hinweise auf die Gebräuche bei anderen läßt sich der Vorgang an das Publikum als „marktgerechte Vergütung“ verbrämen.

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 Marshall³¹ konnte die entscheidenden Gründe für die außergewöhnlichen Preissteigerungen für die Werke einiger weniger Sänger und Maler angeben. Sherwin

AG" - Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und Unternehmensrecht -", Die Aktiengesellschaft, 1994, S. 148 ff.

³¹ A. Marshall, Principles of Economics, 8. Aufl., New York, 1947, S. 685 f.

Rosen³² hat hierzu eine geschlossene Theorie vorgelegt. Es soll nun geprüft werden, ob die astronomischen Gehälter von Vorständen sich mit der ökonomischen Theorie der Superstars erklären lassen.

Rosen³³ machte in seinem Aufsatz bereits darauf aufmerksam, daß die Zahl der 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 können 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. 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. 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 Abschläge gegen eine Gebührensenkung vorzunehmen³⁴.

Rosen betont, daß neben der niedrigen Substituierbarkeit der Anbieter durch die Nachfrager der weitere Grund darauf beruhe, daß Superstarmärkte durch sehr niedrige Grenzkosten der Bedienung weiterer Kunden und sehr hohe Fixkosten für die Schaffung der Angebotsmöglichkeit gekennzeichnet seien. So sind die Kosten eines Konzerts oder einer Konzertvorführung nur schwach davon abhängig, wie viele Personen der Aufführung beiwohnen. Die Kosten eines Buches oder eines Heilmittels bestehen typischerweise in den sehr hohen Fixkosten des Erwerb des Wissens und der Kenntnisse, den niedrigen variablen Kosten des Druckes eines zusätzlichen Exemplars³⁵ oder der Herstellung einer zusätzlichen Medikamentenpackung. Bei einer Fernsehschau zählen sogar nur die Produktionskosten. Jeder zusätzliche

³² 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. Vgl. auch die popularisierende Darstellung bei 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.

³³ S. Rosen, *The Economics of Superstars*, *American Economic Review* 1981, S. 845.

³⁴ S. Rosen, *The Economics of Superstars*, *American Economic Review* 1981, S. 846.

³⁵ 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.

Fernsehzuschauer beeinflusst nicht die Kosten der ausgestrahlten Fernsehdarbietung. 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 Glücklichen³⁶.

Angewandt auf die einsamen Höhen der Vorstandsvergütungen geht es somit um die Frage, ob diese wie bei Pavarotti auf einer 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. Geringe Substituierbarkeit einer bestimmten klar umrissenen Managementfähigkeit ist in der Vergütungspraxis nicht erkennbar. Viele Unternehmen lassen 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. Wenn es zudem der globale Wettbewerb um die tüchtigsten Manager wäre, müßten gerade die von Privatpersonen effizient 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 versus 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

³⁶ 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.)

erreicht³⁷. Lediglich bei Neugründungen oder drohenden Insolvenzfällen werden 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 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 nur aus der Ausnutzung von Macht erklärt werden. Die Beobachtungen zeigen daher, daß 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 gezahlt³⁸. Dies ist bei Superstars und selbst bei unerträglich gewordenen eiteln alten Mimen oder Fernsehstars nicht zu beobachten.

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 wird. Dort wo die Vorstände sich aufgrund des Streubesitzes sicherer vor den Eigentümern fühlen können, kümmern sie die zahlreichen Kosten der exzessiven Vorstandsvergütungen wenig. So wurde in der ökonomischen Literatur³⁹ heraus gearbeitet, daß zwar hohe Vergütungsunterschiede den Turniercharakter der inneren Arbeitsmärkte in einem Unternehmen stärken und individuelle Leistungsanreize

³⁷ 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 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.

³⁸ Auch die Anerkennungsprämie an Esser im Mannesmannfall, die sicher seinen Entschluß erleichterte, den Abwehrkampf gegen Vodafone aufzugeben, wurde für das Verlassen des Chefessels gezahlt. Sie betrug mehr als sein gesamtes mehrjähriges unter Annahme günstigster Ergebnisse errechnete Gehalt.

³⁹ E. Lazear / S. Rosen, Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts, Journal of Political Economy, 1981, S. 841 ff.

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 führen⁴⁰.

Es läßt sich somit **festhalten**, daß Vorstände ihre astronomische Vergütung nicht mit der Behauptung verteidigen können, ihre Vergütung sei der Ausdruck der Talente eines Superstars.

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 Problems⁴¹. Bei der „Ausplünderungshypothese“ der hohen Managementvergütungen werden die Unternehmensverwaltungen als die in Kontrollfreiräumen handelnden Herren der Unternehmen angesehen. Dies bedeutet 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 vor die Gerichte treibt und letztlich die Aktien an den Märkten auf Talfahrt schickt⁴².

a. Der Gebrauch von Aktienoptionen 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 Vergütungsbestandteil⁴³. 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 begrüßt⁴⁴.

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

⁴⁰ Vgl. hierzu den Übersichtsartikel in O'Reilly / Wade / Pollock, Overpaid CEO's and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation, Stanford University, 1998.

⁴¹ L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002, S. 35 ff.

⁴² L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002, S. 38 ff nennen diese Bereicherungsbeschränkung für die Manager die "The Outrage Constraint".

⁴³ K. J. Murphy, Executive Compensation, in Handbook of Labor Economics (Orley Ashenfelter and David Card eds.), 1999.

⁴⁴ 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.

Optionen um 335% auf 1,6 Millionen Dollar⁴⁵. Die Mediangesamtvergütung stieg demnach in diesen 6 Jahren um 160 %. *Bebchuk/Fried/Walker*⁴⁶ 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.

Weiterhin zeigen *Bebchuk/Fried/Walker*⁴⁷, 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 und Unternehmenswerten niederschlagen. Die Struktur der tatsächlich vergebenen Optionen zeige vielmehr, daß sie weitaus besser durch den Versuch der Ausplünderung als durch den Wunsch nach verbesserten Leistungsanreizen erklärt werden könnten.

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 knüpfte⁴⁸. 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 grundsätzlich sinnvoll wäre⁴⁹. 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.

Die Abwesenheit jeder wirklichen Leistungsmessung bei den üblichen Aktienoptionsprogrammen besagt, daß Unternehmensvorstände grundlos Millionenbeträge beziehen können. Im Falle einer variablen Optionsausübungs-

⁴⁵ 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.

⁴⁶ L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002, S. 38 ff.

⁴⁷ L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002, S. 48.

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

⁴⁹ 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 ff; 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, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002, S. 10 ff. die Gründe, die gegen eine Indexierung von Aktienoptionen sprechen. 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“).

preisanpassung („U-turn“) oder eines Repricing werden diese sogar noch im Falle von Wertzerstörungen erzielt⁵⁰.

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. Da indexierte Optionen keinen festen Ausübungspreis aufweisen, müßten die Wertsteigerungen gegenüber dem Ausübungspreis in der Gewinn- und Verlustrechnung gezeigt werden. Dies ist jedoch von den Verwaltungen keinesfalls gewünscht. 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 sind⁵¹.

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 Kapitalmärkte⁵². 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 hinteres 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

⁵⁰ Vgl. hierzu das genannte Beispiel der DaimlerChrysler AG oder der Deutschen Telekom AG.

⁵¹ 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.

⁵² Vgl. hierzu das Lehrbuch R. A. Brealey/S. C. Myers, Principles of Corporate Finance. Dennoch ist von den einflußreichen amerikanischen Managern alles 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, vgl. hierzu L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation Harvard Discussion Discussion Paper No. 364, 5/2002, S. 66.

keine wirksamen Maßnahmen ergriffen, die die Vorstände daran hindern, durch 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 verbessern⁵³. Ebenso versuchen sie durch Equity Swaps und möglichst frühzeitige Ausübung ihrer Optionen und durch Weiterverkauf der erworbenen Aktien ihr Risiko zu vermindern⁵⁴. 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, 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 durchschaubare Weise exzessive Millionenbeträge für die Vorstandsmitglieder zu erzielen⁵⁵.

dd. Zu niedrige Optionsausübungspreise

Will man 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 Optionen nur zu einem sehr hohen Ausübungspreis gewährt werden sollten, also weit „aus dem Geld“ sein sollten⁵⁶. In der Praxis ist jedoch zu beobachten, daß statt dessen die Optionspreise so niedrig sind, daß geringe Kurssteigerungen zu erheblichen Gewinnen der begünstigten Vorstände führen⁵⁷.

⁵³ Vgl. für die USA: L. A. Bebchuk / J. M. Fried / D. I. Walker, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation* Harvard Discussion Paper No. 364, 5/2002, S. 81 ff. mwN.

⁵⁴ D. M. Schizer, *Executives and Hedging: the Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility*, 100 *Columbia Law Review* 2000, S. 444 ff. 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 K. J. Murphy, *Executive Compensation*, in *Handbook of Labor Economics* (Orley Ashenfelter and David Card eds.), 1999, Table 6 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 ein Vielfaches leisten müssen, um diese Form der Bezahlung zu ermöglichen.

⁵⁵ 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 recht erstaunliche Enteignung der Aktionäre der Deutschen Bank durch ihre eigenen Angestellten zu handeln.

⁵⁶ Vgl. für die Struktur von Optionen im einzelnen R. A. Brealey/S. C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, Kapitel 20.

⁵⁷ 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.

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 erheblich mehr verdienen als ihre Kollegen in Deutschland und Europa, während diese Vergütungsdifferenzen zu den anderen Vorstandsmitgliedern nicht bestehen⁵⁸. So wird in der Vergütungshöhe die Machtstellung des amerikanischen CEO widergespiegelt. 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 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 exzessiver Vergütungen ausschließlich an den Vorstandsvorsitzenden verhindert hat. Möglicherweise wird in Deutschland eine gleichmäßigere Verteilung der Exzeßvergütungen vorgezogen.

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 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 verloren⁵⁹. Kurz vor der Pleite war den Angestellten zudem vom Topmanagement verboten worden, die Enron Aktien zu verkaufen⁶⁰. In Europa machte der vergleichsweise harmlose Skandal um die Topmanager von ABB Schlagzeilen⁶¹.

⁵⁸ 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 enthält einen Vergleich 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“.

⁵⁹ 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.

⁶⁰ Welt am Sonntag, v. 10.2.2002.

⁶¹ 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

Neben dem Anreiz zur Erhöhung der Volatilität über Aktienoptionen für Vorstände auch andere unternehmens- und aktionärsschädigende Verhaltensanreize aus. So werden falsche Prognosen und Gewinnerwartungen verkündet und die Rechnungslegung je nach den von den Aktienoptionen ausgehenden Anreizen verbogen⁶². Auf der Basis ihres politischen Einflusses haben die Unternehmensverwaltungen selbst die Rechnungslegungsstandards beeinflusst⁶³.

„Zustimmungsprozesse für ungenügend“ erachtet. Von Arbeitnehmervertretern wurde bemerkt, daß diese Bezahlung für zwei Vorstände dem Lohn aller 6000 schwedischen ABB-Beschäftigten entspreche.

⁶² Inzwischen ist das amerikanische System der Optionsvergütung auch für den Chairman der US Federal Reserve A. Greenspan bedenklich geworden und als eine Bedrohung des Kapitalmarktes und der Integrität der Rechnungslegung erkannt worden. 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: "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.

⁶³ 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 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,

b. Empirische Untersuchungen zur Wirkung von Aktienoptionsplänen

In einer empirischen Untersuchung zu den Auswirkungen von Aktienoptionsplänen kommen für die USA Gerety, Hoi und Robin⁶⁴ 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. Hierzu sind die Autoren von der Überlegung ausgegangen, daß der Aktienmarkt eine positive Reaktion hätte zeigen müssen, wenn die vorgeschlagenen Pläne eine 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

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."

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

⁶⁴ 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 als „wenig effektive und unter Kostengesichtspunkten ineffiziente Anreizsysteme“ darstellen.

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.

Die von Jensen⁶⁵ 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 ließ⁶⁶. Ebenso könnte sich die von Jensen vorgenommene Überbetonung der finanziellen Anreize als falsch erwiesen haben. Nach Lorsch und MacIver⁶⁷ werden das Prestige und die geschäftlichen und sozialen Verbindungen mit der Vorstandseigenschaft von den beteiligten Personen als wertvoller erachtet als monetäre Belohnungen. Coles und Hoi⁶⁸ 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.

c. Die Diskussion um die richtige Verbuchung von Aktienoptionen

Ein besonderes Problem der Integrität der Unternehmensstrukturen 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 erfaßt 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 wurden⁶⁹. Im Schnitt haben die US-Konzerne 16 Prozent ihres gesamten Aktienbestandes in Form von Optionen an Mitarbeiter vergeben⁷⁰.

⁶⁵ 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.“

⁶⁶ „Discouraging board members from selling this equity is important so that holdings will accumulate to a significant size over time.“

⁶⁷ J. W. Lorsch / J. MacIver, *Pawns and Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, 1989.

⁶⁸ 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*.

⁶⁹ 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. 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.

⁷⁰ 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 steuerlich nicht 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 lediglich für den Bereich der Konzernrechnungslegung hat es in Deutschland in jüngster Zeit eine noch nicht beendete Diskussion über die anzuwendende Verbuchungsmethode für Aktienoptionen gegeben.

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 unterstützt⁷¹.

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 finden⁷². Bis auf die wenigen Sonderfälle von

⁷¹ 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>.

⁷² Vgl. die ausführliche Diskussion bei M. Adams, Vorstandsvergütungen, in: Festschrift für Carl-Christian von Weizsäcker, 2003, herausgegeben von H. G. Nutzinger sowie 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

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.

Über beide Ebenen saldiert ist die Verbuchung als Erfolgsaufwand nicht nur buchhalterisch richtig, sondern auch wirtschaftlich für die Eigentümer des Unternehmens die einzig richtige. 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.

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

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.

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 unternehmen sollte, 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. Von entscheidender Bedeutung ist dabei 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 vor den Aktionären verborgen gehalten wird.

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. 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 Hoffnung keimen, daß ein Teil der besonders exzessiven Bereicherungsvorgänge durch die Unternehmensverwaltung aufgrund des dann möglichen Widerstandes der Öffentlichkeit ein Ende finden wird.

Als **rechtspolitische Schlußfolgerung** ist daher zu fordern, daß die schon bei der Aktienrechtsreform 1997 von einigen der beteiligten Wissenschaftlern verlangte Vergütungstransparenz nun durch eine neue Reform rechtsverbindlich eingeführt wird⁷³.

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

⁷³ 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.

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 Ermessensspielraum bei der Vergütungsbemessung zukommt. So räumt die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes dem Vorstand im Rahmen der Wahrnehmung seiner unternehmerischen Führungsaufgabe weitgehende unternehmerische Handlungsfreiheit ein⁷⁴. Eine entsprechende Handlungsfreiheit wird 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“⁷⁵. 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 mitgestaltet⁷⁶. 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 kommen⁷⁷. Eine Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat kommt somit 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“⁷⁸. 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 Vorstandsmitglieds“ und zur „Lage der Gesellschaft“ stehen. Beiden Gesichtspunkten ist gleichzeitig Rechnung zu tragen. Die Höhe der Gesamtbezüge muß im Vergleich

⁷⁴ Sog. „business judgement rule“; BGHZ 135, S. 244, 253f. – ARAG/Garmenbeck.

⁷⁵ BGHZ 135, S. 244, 254f. – ARAG/Garmenbeck.

⁷⁶ BGHZ 135, S. 244, 254f. – ARAG/Garmenbeck.

⁷⁷ Vgl. D. Weiß, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, 1999, S. 142; M. Kramarsch, Aktienbasierte Managementvergütung, 2000, S. 56 Fn.75.

⁷⁸ Vgl. BGHZ 135, S. 244, 253 – ARAG/Garmenbeck.

sowohl zu den Aufgaben des Vorstandsmitgliedes als auch im Vergleich zur Lage der Gesellschaft angemessen sein⁷⁹.

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“⁸⁰, 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 auf den Bezug von Aktien der Gesellschaft⁸¹. Die Regelung des § 87 Abs. 1 AktG dient nach Ansicht der juristischen Literatur⁸² 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 Vorstandsmitgliedes⁸³. Das zweite Kriterium, die „Lage der Gesellschaft“, bezeichnet nach Ansicht der Literatur⁸⁴ 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 Aktienrendite⁸⁵. Im Schrifttum⁸⁶ wird vor diesem Hintergrund mit Blick auf die

⁷⁹ 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.

⁸⁰ W. Hefermehl, a.a.O.; Großkommentar zum Aktiengesetz/J. Meyer-Landrut, Band 1, 2. Halbband, 3. Auflage 1973, § 87 Anm.1.

⁸¹ 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.

⁸² 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.

⁸³ 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.

⁸⁴ 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.

⁸⁵ Die rechtswissenschaftliche Literatur hat noch nicht die modernen mit der Finanzierungstheorie verknüpften Vergütungssysteme in dieses Schema eingearbeitet, vgl. etwa zum Aufbau einer

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.

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 Führungskräfte⁸⁷. Der Marktwert eines Vorstandsmitgliedes werde widergespiegelt 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 dar⁸⁸. 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 erweise⁸⁹.

Der Fehler der oben dargelegten Argumentation ist zunächst die Vorstellung, der Markt für die Vergütung der Führungskräfte sei durchgehend ein unverzerrter

angemessenen und anreizoptimierten Vergütungsstruktur Vgl. R. Schätzle, Sind Manager ihr Geld wert? Wie wertorientierte Unternehmensführung funktioniert, 2002, insbesondere Kapitel 4.

⁸⁶ 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.

⁸⁷ 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.

⁸⁸ 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. Tegmeier, 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.

⁸⁹ Vgl. T. Baums, a.a.O., S. 3, 31.

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 rechtfertigenden Marktvergütung⁹⁰. 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 Eigentümern⁹¹ 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 Robin⁹² 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

⁹⁰ 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. Ein Vergleich mit den US-Praktiken ist angesichts der dortigen Mißstände jedoch für Deutschland rechtswidrig.

⁹¹ 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 Aktionäre herangezogen werden.

⁹² M. Gerety / C. Hoi / A. Robin, Do Shareholders Benefit from the Adoption of Incentive Pay for Directors, *Financial Management*, 2001, S. 45 ff.

eingefordert und gerechtfertigt⁹³. Auch hier gilt zunächst, daß die amerikanischen 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 Tochtergesellschaften deutscher Konzerne einmal abgesehen⁹⁴. Anders als im Verhältnis USA-Großbritannien findet im Verhältnis USA-Deutschland und Großbritannien-Deutschland ein Austausch von Führungskräften der obersten Leitungsebene bislang kaum statt⁹⁵.

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

⁹³ 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 international übliche Vergütungsgepflogenheiten zu berücksichtigen, N. Horn, Festschrift Buxbaum, 2000, S. 315, 333; ders., Festschrift Lutter, 2000, S. 1113, 1130; H. Kallmeyer, Die AG 1999, S. 97, 101.

⁹⁴ Vgl. T. Baums, a.a.O., S. 3, 23.

⁹⁵ Allerdings findet auf der Ebene der internen Arbeitsmärkte der Unternehmen in gewissem Umfang ein internationaler Wettbewerb statt, der sich auf die Vorstandsgehälter indirekt auswirken kann. Auch wenn somit auf der Ebene der Vorstände kein relevanter Austausch der Führungspersonen 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 spürbar. Der Wunsch nach den exzessiven US-Gehältern kommt vielmehr 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.

Ergebnis die vergleichsweise Übertragung dieser Vergütungshöhen auf Deutschland⁹⁶. 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 Optionsprogramme⁹⁷. 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.

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

⁹⁶ 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.

⁹⁷ K. J. Murphy, Executive Compensation, in Handbook of Labor Economics (Orley Ashenfelter and David Card eds.), 1999.

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 die beteiligten 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 Jabrestranchen 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 Rubestand 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 Vorstandes 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 Ausgabetag 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 Berechnigte soll einen Anspruch auf Zahlung des Differenzbetrages zwischen Ausübungspreis und Referenzpreis erhalten, dessen Erfüllung an die Voraussetzungen geknüpft ist, daß der Berechnigte 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 sind ein ganz und gar extremer Zeitraum.

Ein Hinweis auf die Kosten des Aktienoptionsplans erfolgt nicht. 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 damit Tatsachen, die zur wirtschaftlichen Beurteilung notwendig sind.

Ebenfalls gibt es im Rahmen des Hauptversammlungsbeschlusses keine Indexierung, kein Hedging-Verbot oder sonstigen Leistungsanreize. 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 anderem⁹⁸ 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

⁹⁸ Weiterhin wurde als Anfechtungsgrund vorgetragen, es fehle es an einem Leistungsbezug und an Vorkehrungen gegen versteckte Aufhebungsgeschäfte durch die Begünstigten („quiet hedging“).

Planes und der baren Ausgleichszahlung sowie der Folgen des Anpassungssystems die Antwort verweigert. Hierdurch wurde nach Ansicht von Wenger das Auskunftsrecht der Aktionäre nach § 131 Abs. 1, S.1 AktG 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 Stuttgart⁹⁹ 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.“¹⁰⁰ Der in der Literatur vertretene Auffassung, die Kenntnis des Wertes der Optionen sei für die Aktionäre unabdingbar¹⁰¹ 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 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 unvollständig, nicht 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

⁹⁹ OLG Stuttgart 20 U 75/00 7 KfH O 66/00.

¹⁰⁰ AG 1998, 529,534.

¹⁰¹ N. Zeidler, NZG 1998, S. 798; M. Lutter, EwIR 1999, 195 f.

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 Komplexität von Optionsprogrammen die Rechtmäßigkeit des Beschlusses mit der richtigen Berechnungsmethode auf eine der Rechtssicherheit nicht dienenden Weise verknüpft hätte¹⁰². 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 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 Aktionären 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 Programm eine um rund

¹⁰² 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 eine Berichtspflicht verlangt, in der der Wert der Optionen angegeben werden sollte.

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 Anleger¹⁰³. Auch wenn die Aktionäre eine Verwässerung bis zu einem bestimmten Punkt hinzunehmen haben, heißt dies nicht, daß auch die Frage nach den Gründen hierfür unzulässig ist.

Weiterhin versucht das OLG Stuttgart die Zulässigkeit der Verschleierung des Gesamtwertes des Aktienoptionsplans damit 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 unmittelbar aus dem Vermögen der Aktionäre in Form einer bedingten Kapitalerhöhung mit gesetzlich angekoppeltem Bezugsrechtsausschluß erfolgt. Sie müssen daher ebenso wie bei einem anderen Kapitalerhöhungsbeschluß mit Bezugsrechtsausschluß den Wert, über den entschieden wird, kennen, da anderenfalls vom Aktionär keine vernünftige Entscheidung getroffen werden kann. Dieses grundlegende Informationsbedürfnis den Eigentümern des Unternehmens zu versagen, nur weil die Firmenangestellten in dieser Form ihre Vergütung erhalten wollen, widerspricht dem Gesetz und ist unverständlich.

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 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 zwar auch darin bestehen, nur Aktien von Unternehmen mit einem starken kontrollierenden privaten

¹⁰³ Eine weitere Fehlargumentation bemüht das OLG im Hinblick auf die Verwässerungswirkung der Optionen. Es behauptet, der Begrenzung des Verwässerungseffektes diene 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 ist. Es erscheint bizarr 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.

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.

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.

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 kapitalflußidentischen Wertsteigerungsrechten die dargelegten Optionspläne zur Mitarbeitervergütung zu nutzen und deren Wert geheim zu halten. Da zudem der Marktvergleich mit BMW zeigt, daß die vorgesehene Vergütung in Höhe und Struktur 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 vor¹⁰⁴.

E. Die Rechtspolitik in der Vergütungsfrage

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

Die Regierungskommission Corporate Governance¹⁰⁵ 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

¹⁰⁴ Eine Erörterung der Vergütungshöhe des Falles Esser / Mannesmann findet sich bei M. Adams, Vorstandsvergütungen, in: Festschrift für Carl-Christian von Weizsäcker, 2003, herausgegeben von H. G. Nutinger.

¹⁰⁵ T. Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz 45 f.

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.“ Auch an anderer Stelle¹⁰⁶ 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 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 unterbreitet¹⁰⁷. Die Regierungskommission hält dann fest, daß sie den Entwurf eines Standards des Deutschen Standardisierungsrates 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

¹⁰⁶ T. Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz 257-259 f.

¹⁰⁷ 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. - 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.“

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 Beispielsrechnungen 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.

Entscheidender und nicht zufälliger Fehler des Kodex ist jedoch, daß der Marktwert der Optionsprogramme, etwa in Form der Black-Scholes-Werte und verschiedener Szenariorechnungen 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 unbrauchbar. Der tatsächliche Wert der gewährten Vergütung und ihres entscheidenden Anteils wird damit nicht transparent gemacht. 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 über die schon eine Minimallösung der Kommission darstellende Transparenzverbesserung einfach hinwegsetzt, untergräbt ihre Glaubwürdigkeit.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß die rechtspolitischen Vorschläge zur Verbesserung der Corporate Governance im Bereich der transparenten Vergütung der Vorstände 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 einzuschätzen. 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 weit hinter der 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 interessengruppenorientierten 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 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 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 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 und risikoreichen 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 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. Verblüffend ist weiterhin, daß den Eigentümern 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 Fragwürdigkeit 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 notwendige Verbesserungen der Integrität des amerikanischen Rechnungswesens bei der Verbuchung von Aktienoptionsplänen zu hintertreiben vermochten. Vergütungsvergleiche mit den USA verbieten sich damit schon aus diesem Grund und sind rechtswidrig.

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 Offenlegung der Aktienoptionspläne auf die Seite der Verwaltungen geschlagen und klagenden Aktionären rechtsfehlerhaft keinen Anspruch auf eine Antwort nach der Höhe der gegen sie geplanten Reichtumsverschiebungen gewährt. Der Offenlegung und Analyse der vor den 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.