

# Vorstandsvergütungen

## – Der Fall Mannesmann und DaimlerChrysler –

*Michael Adams*

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

„The most difficult issues of political economy are those where goals of efficiency, freedom of choice, and equality conflict. It is hard enough to propose an intellectually defensible compromise among them, even harder to find a politically viable compromise“ (*James Tobin* 1970).

„Fragen sind nie indiskret. Antworten zuweilen“ (*Oskar Wilde*).

„Society needs to condemn a little more and understand a little less“ (*John Major*, Britischer Premierminister).

### 1. Einleitung

Es gehört zu den überlieferten Weisheiten der Wirtschaftswissenschaften, dass die Ungleichheit der Einkommen ein nicht vermeidbares Beiprodukt eines Systems von Anreizen ist, das Leistung und Erfolg belohnt. Der mit dieser Festschrift geehrte Jubilar wurde nach seiner Rückkehr aus den USA zu einem der jüngsten Ordinarien Deutschlands ernannt. So muss es erstaunen, dass der gesamte irdische Lohn eines international hoch angesehenen Wissenschaftlerlebens derart weit hinter der Vergütung eines beliebigen Vorstandsmitgliedes einer größeren Aktiengesellschaft zurückbleibt, dass er nur noch als ein Trinkgeld erscheint.

Dieser Aufsatz soll daher erörtern, ob sowohl die astronomischen Höhen, die Vorstandsvergütungen in Deutschlands großen Aktiengesellschaften nun-

nehmensverwaltung mit Hilfe komplexer Vergütungssysteme handelt, der mit Hilfe des Aktienrechts entgegengetreten werden muss.<sup>1</sup>

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

## 2. Vorstandsvergütungen in Deutschland

### 2.1 Die Vorstandsvergütung im Fall Esser bei Mannesmann/Vodafone

Nach der Schilderung in den Medien<sup>3</sup> stellt sich der Fall Mannesmann wie folgt dar: Der spätere Vorstandsvorsitzende Esser trat im Jahre 1977 in die Mannesmann AG ein und wurde im Jahre 1994 zum Mitglied des Vorstandes mit dem Bereich Finanzen durch den Aufsichtsrat der Mannesmann AG bestellt. Seit dem Jahre 1995 wurde die Mannesmann AG zu einem Telekommunikationsunternehmen umgebaut. Esser leitete dabei Projekte zum Ausbau der Telekommunikation. Ab Februar 1998 war Esser zusätzlich zu seiner Aufgabe als Finanzvorstand auch zuständiges Vorstandsmitglied für den Bereich Telekommunikation und zusätzlich stellvertretender Vorsitzender des Vorstandes. Im November 1998 bestellte der Aufsichtsrat Esser mit Wirkung ab Ablauf der Hauptversammlung am 28.5.1999 zum Vorsitzenden des Vorstandes der Mannesmann AG und bestellte ihn überdies für die Zeit vom 1.7.1999 bis 30.6.2004 erneut als Mitglied des Vorstandes. Die Vergütung von Esser stellte sich wie folgt dar: Esser erhielt zum einen ein jährliches *Festgehalt* von DM 1,25 Mio. Ab dem 1.6.1999 wurde dieses auf DM 1,4 Mio. erhöht. Darüber hinaus waren verschiedene variable, anreizgebende Vergütungsbestandteile vorgesehen. Zu

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

AG. Bei Umtausch der zum Tausch eingereichten Orange-Aktien in Mannesmann-Aktien am 22.11.1999 lag der Börsenkurs der Mannesmann-Aktie bei 186,2 Euro.

Nach dem Übernahmeangebot der Mannesmann AG auf die Orange plc gab am 14.11.1999 das britische Telekommunikationsunternehmen Vodafone seine Absicht bekannt, ein Übernahmeangebot auf die Mannesmann AG abzugeben. Der Kurs der Mannesmann-Aktie lag bei Bekanntwerden der Möglichkeit eines Übernahmeangebotes seitens Vodafone am 22.10.1999 laut „Financial Times“ bei 141,3 Euro und damit um ca. 7 % über dem Börsenkurs von 132,1 Euro bei Beginn des Vorstandsvorsitzes von Esser am 28.5.1999. Der anschließende Übernahmekampf währte bis Anfang Februar 2000. Am 10.12.1999, der Börsenkurs der Mannesmann-Aktie lag zu diesem Zeitpunkt bei 230,68 Euro, stellte der Ausschuss für Vorstandsangelegenheiten des Aufsichtsrates der Mannesmann AG im Hinblick auf eine mögliche Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone hinsichtlich des Anstellungsvertrages von Esser klar, dass bei einer auf Veranlassung des Aufsichtsrats erfolgenden vorzeitigen Beendigung des Anstellungsvertrages Gehalt und Bonus für die Restlaufzeit der Bestellperiode (d.h. bis 30.6.2004) als Abfindung ausbezahlt werden. Am 16.01.2000, der Kurs der Mannesmann-Aktie lag bei 257,15 Euro, wurde Esser durch Beschluss des Ausschusses für Vorstandsangelegenheiten der Mannesmann AG die Zuwendung eines Bonus' in Form eines Paketes von Mannesmann-Aktien, das zum Kurswert von Anfang Januar 2000 3 Mio. Euro ausmachte, für den Fall zugesagt, dass der Xetra-Schlusskurs der Mannesmann-Aktie im Juli 2001 an mindestens 10 Handelstagen 350 Euro erreicht oder überschreitet. Weiterhin legte der Ausschuss für Vorstandsangelegenheiten für Esser und seine Vorstandskollegen fest, dass sich aus den vorstehenden Regelungen keine Ansprüche ergeben, sollte die Zugehörigkeit eines oder mehrerer Herren des Vorstandes als Folge des Übernahmeangebots von Vodafone enden. Der Aktienbonus wurde zu diesem Zeitpunkt geschaffen, da Esser gegenüber Aktionären und Öffentlichkeit im Dezember 1999 zur Beschreibung des Wertsteigerungspotentials von Mannesmann die Erwartung genannt hatte, der Aktienkurs werde bis Mitte 2001 auf 350 Euro steigen. Auf Vorschlag von Esser wollte der Ausschuss für Vorstandsangelegenheiten deshalb einen Anreiz für die Vorstandsmitglieder des Bereichs Telekommunikation an dieses für die Entscheidung im

chenindex DJ Euro Stoxx Telecom sowie dem relativen Börsenkurs der Aktie der Deutsche Telekom AG.

Nach dem Erfolg des Vodafone-Übernahmeangebotes wurde dem Ausschuss für Vorstandsangelegenheiten der Mannesmann AG der Vorschlag unterbreitet, Esser solle auf Initiative des Großaktionärs (scil. der Mannesmann AG) Hutchison Whampoa und nach einer zwischen Hutchison und Vodafone getroffenen Abstimmung eine Anerkennungsprämie in Höhe von GBP 10 Mio. erhalten. Der Vorschlag zur Zahlung einer „Anerkennungsprämie“ an Esser in Höhe von GBP 10 Mio. stammte von dem Mitglied des Aufsichtsrates der Mannesmann AG Herrn Fok, dem Managing Director des Hongkonger Konzerns Hutchison Whampoa, dem seit Übernahme der Orange plc größten Aktionär der Mannesmann AG, der den Vorschlag und auch die Höhe der vorgeschlagenen „Prämie“ mit dem indirekten Hauptaktionär von Hutchison, Li Kashing, abgestimmt hatte. Der Ausschuss für Vorstandsangelegenheiten stimmte dem Vorschlag der Zuwendung einer „Anerkennungsprämie“ an Esser in Höhe von GBP 10 Mio. in seiner Sitzung vom 4.2.2000 zu. Der Ausschuss wiederholte die Beschlussfassung ausdrücklich noch einmal in einem Umlaufbeschluss unter dem Datum vom 28.2.2000. Esser wurde demgemäß im März 2000 eine „Anerkennungsprämie“ in Höhe von DM 32 Mio., umgerechnet GBP 10 Mio., ausbezahlt.

Vodafone als neue Mehrheitsaktionärin der Mannesmann AG war an einer Erfüllung des bis 30.6.2004 laufenden Anstellungsvertrages von Esser nicht interessiert. Esser stimmte einer einvernehmlichen Beendigung der Bestellung zum Vorstandsmitglied sowie des Anstellungsvertrages zu und schied im Juni 2000 aus dem Vorstand der Mannesmann AG aus. Als Abfindung erhielt er auf der Grundlage der am 10.12.1999 getroffenen Abfindungsregelung infolge der Auszahlung seines Vertrages für die Restlaufzeit eine Zuwendung der Mannesmann AG im Wert von insgesamt rund DM 29 Mio., wobei der Berechnung der auszahlenden Bonusvergütungen jeweils eine maximale Zielerreichung zugrunde gelegt wurde. Von der Gesamtsumme in Höhe von rund DM 29 Mio. entfielen auf die Auszahlung des Festgehältes für den Rest des Beststellungszeitraums (01.06.2000 – 30.06.2004 = 49 Monate) ( $DM\ 1,4\ Mio. / 12 \times 49 =$ ) rund DM 5,7 Mio., auf die Auszahlung der jährlichen Bonuszahlungen für den Rest des Beststellungszeitraums ( $(DM\ 1,4\ Mio. \times 2) / 12 \times 49 =$ ) rund DM 11,4 Mio.

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

## 2.2 Der Vergleich der Vorstandsvergütungen in der Andersen Studie

### 2.2.1 Der Vergleich der Gesamtvergütungen

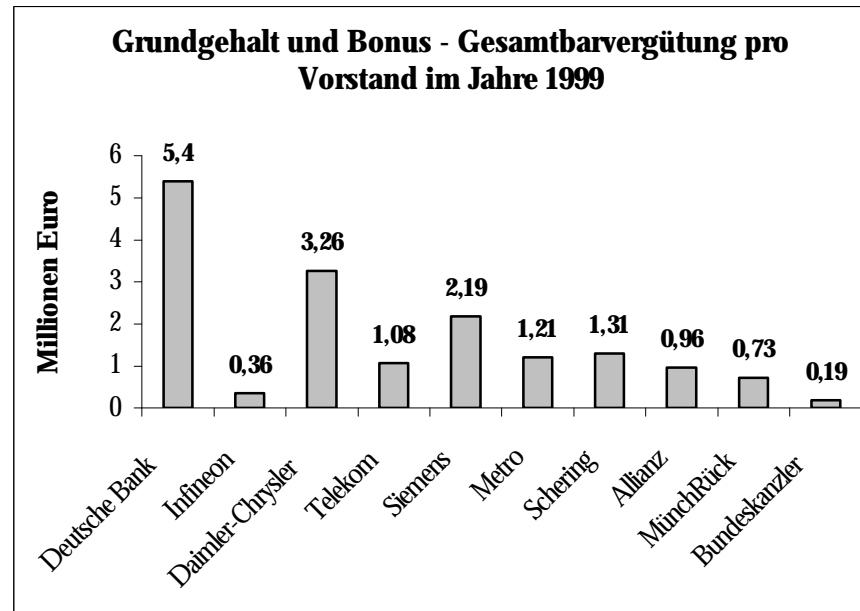
Die Verteidigung von Esser und des verantwortlichen Ausschusses für Vorstandsangelegenheiten der Mannesmann AG erfolgte insbesondere über die Argumentation, dass die Höhe der Zahlungen von insgesamt DM 61 Millionen nicht außergewöhnlich sei und durch die Bezüge vergleichbarer Vorstände in einer ähnlichen Lage übertroffen werde, damit marktgerecht und rechtmäßig im Sinne des § 87 AktG sei. Zu diesem Zweck wurde von Mannesmann/Vodafone ein vergleichendes Gutachten bei der Unternehmensberatung Andersen, Frankfurt, in Auftrag gegeben, dessen sorgfältig erarbeitete Ergebnisse im Rahmen der Verteidigung von Esser den Weg in die Presse fanden und hier um weitere Angaben und Analysen ergänzt wiedergegeben werden sollen.

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

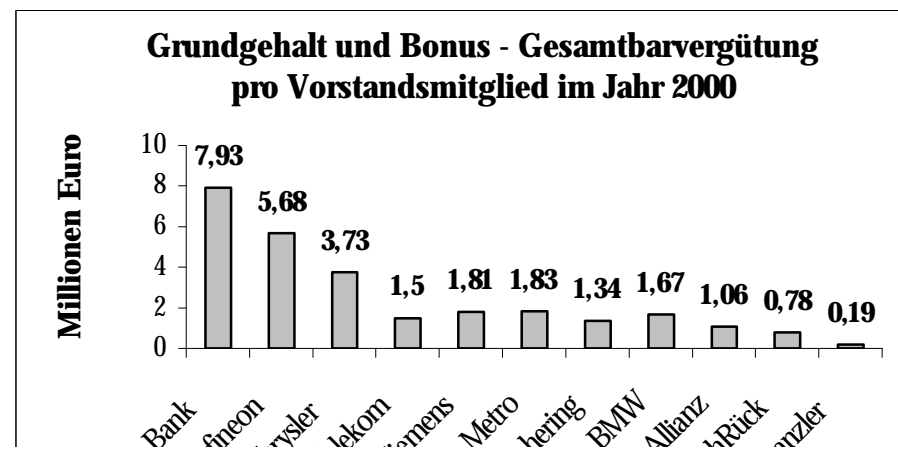
$$\text{Gesamtvergütung} = \text{Grundgehalt} + \text{Boni} + \text{Optionsrechte.}^4$$

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

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



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



Deutschland verantwortlich. In der Fußnote werden die im Rahmen von Optionen verwendeten Begriffe erläutert.<sup>6</sup>

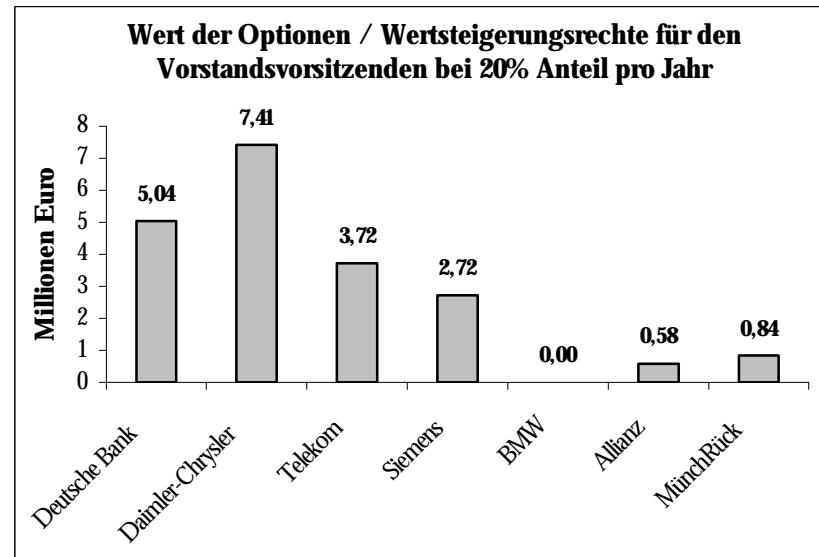
Erst zusammen mit den *Optionsrechten* ergibt sich die als Barwert berechnete Gesamtvergütung der jeweiligen Vorstandsmitglieder pro Kopf und pro Jahr. Hierzu muss man die in Deutschland lediglich als Gesamtsumme angegebene Barvergütung des Gesamtvorstandes durch die Anzahl der Mitglieder des Vorstandes teilen und anschließend die üblicherweise gleichfalls nicht angegebenen Werte der gewährten Optionsprogramme nach der finanzmathematischen Formel von Black-Scholes berechnen und zum Wert der Gesamtbarvergütung hinzuzählen. Zur Vereinfachung der Berechnung wird die hier ausgewiesene Vergütung pro Vorstand pro Jahr in Form von Jahresringen errechnet: Dies besagt, dass die für mehrere Jahre ausgegebenen Optionen linear auf die einzelnen Jahre verteilt werden und dann deren Wert nach Black-Scholes berechnet wird.<sup>7</sup>

---

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

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

Bei den Black-Scholes-Werten handelt es sich um die Barwerte der Optionen. Diese Werte werden unter bestimmten, naturgemäß nicht immer vollständig zutreffenden Annahmen<sup>8</sup> errechnet, sind jedoch von den standardsetzenden Rechnungslegungsinstitutionen in den USA und Deutschland anerkannt. Die theoretische Einschränkung ihrer Verwendbarkeit ist für die in dieser Arbeit angestellten Überlegungen ohne Bedeutung.



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

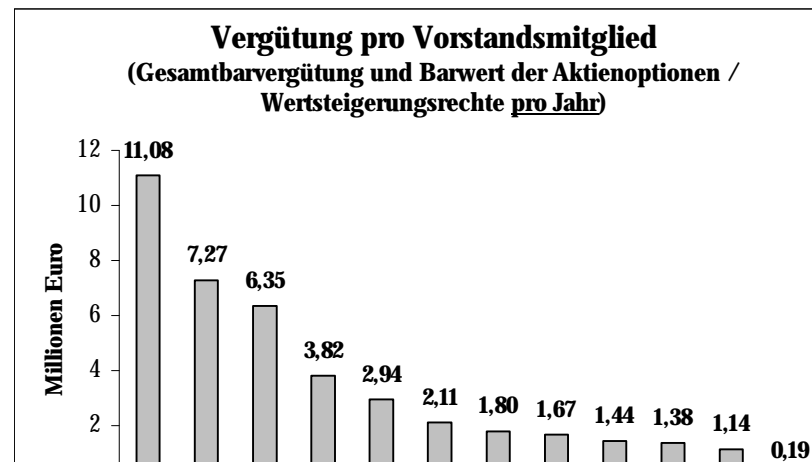
Bemerkenswert ist weiterhin, dass die DaimlerChrysler AG keinen kontrollierenden privaten Aktionär kennt, während es sich bei der BMW AG um ein von einer privaten Großaktionärsfamilie straff kontrolliertes Unternehmen handelt, die darauf achtet, dass sich die Vergütungen der Mitarbeiter gruppenweit im Rahmen bewegen. So sind bei der BMW AG keine Aktienoptionspläne in Gebrauch. Der Grund hierfür besteht darin, dass sich die privaten Großaktionäre davor hüten werden, durch die Aktienoptionspläne ihrer eigenen Ange-

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

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

### 2.2.2 Die Lückenhaftigkeit der öffentlichen Angaben zur Gesamtvergütung

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



nehmensverwaltung ausgesetzt. Nur ein den Konzern kontrollierender privater Großaktionär wird verlässlich verhindern, dass es zu versteckten Bereicherungen kommt. Für die Zahlen des Beispiels bedeutet dies, dass z.B. die Zahlen des Bundeskanzlers und diejenigen der BMW AG als sicher und verlässlich anzusehen sind, während für viele andere Unternehmen die in der Öffentlichkeit genannten Zahlen nur die Mindestvergütung darstellen.

### 2.2.3 Vergütungsvergleich im Mannesmannszenario

In den USA haben insbesondere die astronomischen Vergütungen der Chief Executive Officer (CEO) große Beachtung gefunden. Bemerkenswert ist dabei, dass die CEOs 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 %, mit rund 40 % als Median.

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

---

<sup>9</sup> Die Aussagekraft der Black-Scholes-Formel ist für den hier interessierenden Zusammenhang durch einige Besonderheiten beschränkt: So haben das Ausübungsverhalten und die zukünftigen Ausübungsrisiken einen Einfluss auf den Wert der Optionen. Da die Black-Scholes-

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

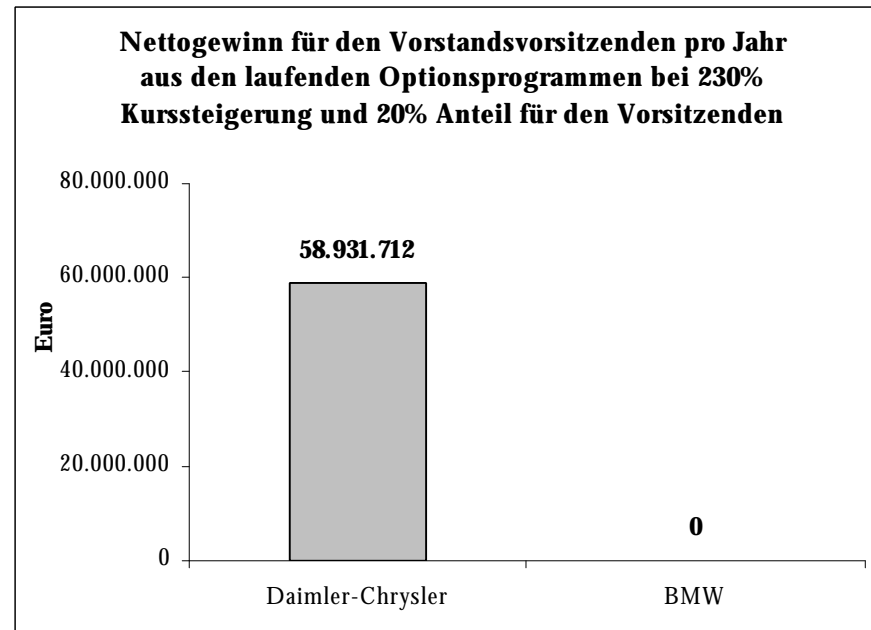
Um die Vergleichbarkeit mit der Vergütung von Esser im Mannesmannfall zu erreichen, sollen die Werte für den durch die Optionen zu erzielenden Nettogewinn für den Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG und des BMW Vorstandes bei einem Anteil von 20 % der Vorstandsoptionen einmal für einen Anstieg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

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

---

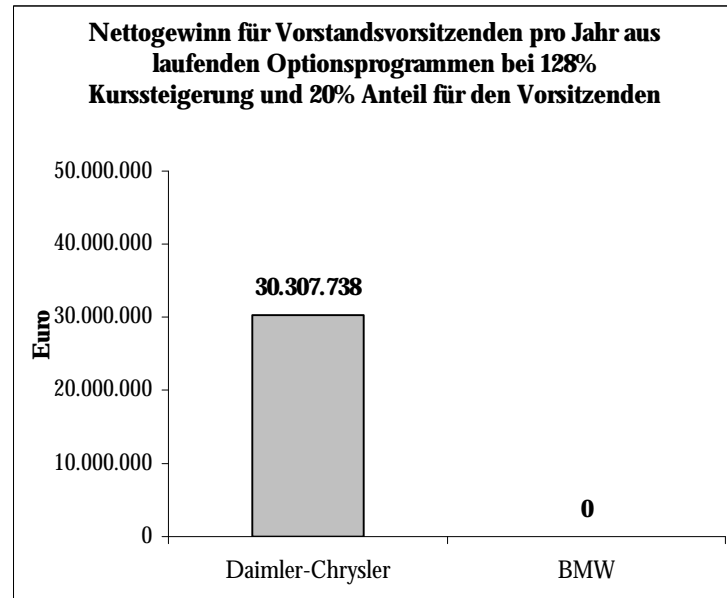
<sup>10</sup> In der Wirklichkeit wird der Vorsitzende nicht kaltblütig seine Optionen so lange bis zu diesem Kurs aufsparen und nicht ausüben. Aus Diversifikationsgründen wird er vielmehr bei einem Kursanstieg einen Teil vorzeitig ausüben und damit einen Teil der oben dargestellten Gewinne verfehlen. Zudem werden bei einem kontinuierlichen Kursanstieg die ihm gewährten Aktien teurer, so dass auch auf diesen Anteil ein Kursanstieg von 230 % einwirkt, wodurch

zeitraumes von rund 35 Millionen Euro spielen dann nur noch eine erfreuliche Nebenrolle von etwas über 12 %.



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

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



### 2.3 Jährliche Neufestsetzung und Änderung bestehender Bezugskurse bei Aktienoptionen

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

Die eher brachiale Methode des Repricing bedeutet, dass der Aufsichtsrat zugunsten des Vorstandes einfach den Ausübungspreis nachträglich absenkt, wenn ihm der Gewinn des Vorstands aus den ihm gewährten Aktienoptionsplänen als zu niedrig erscheint. Hier handelt es sich wirtschaftlich um nichts anderes als um einen unmittelbaren Griff in das Vermögen der Aktionäre.<sup>14</sup>

Durch die Erwartung einer solchen Anpassung seitens des Vorstandes werden die von Optionsprogrammen ausgehenden Anreize zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes geschädigt.

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

Eine derartige Neufestsetzung bedeutet am unterstellten Aktienoptionsvolumen des Vorsitzenden der DaimlerChrysler AG dann folgendes: Stand der Kurs der DaimlerChrysler Aktie im ersten Jahre der Optionszuteilung beispielsweise auf 100, werden typischerweise als Ausübungspreis auf diesen Kurs 20 % Prämie verlangt.<sup>16</sup> Dies besagt, dass vom Vorstandsvorsitzenden bei 20 % Anteil an den gewährten Vorstandsoptionen der Jahresring an Aktien in Höhe von 576000 Stück erst zu einem Preis von 120 gekauft werden kann. Zeigt sich nun, dass die Aktie beim Ausübungszeitpunkt auf 80 gesunken ist, wird für die nächste Jahresrunde der Ausübungspreis auf 96 festgesetzt. Ist der Aktienkurs dann wiederum weiter auf 60 gesunken, sinkt der Ausübungspreis in jenem Jahr auf 72. Nachdem der Aktienkurs 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 % über dem Kurs von 100 in bar auszahlen.<sup>17</sup> Dieser Barausgleich beläuft sich bei der ersten Tranche auf die 20 % über 80 also auf 16, bei der zweiten Runde auf 12 und bei der dritten auf 8. Insgesamt müssen die Daimler-Chrysler AG Aktionäre dann neben den 48,3 Millionen Euro Optionskosten aus dem Unternehmen noch den Barausgleich aufbringen:  $16 + 12 + 8$ , also 32 Euro pro Option, insgesamt also  $576000 * 32$ , d.h. 18,43 Millionen Euro.

lediglich das Aktienoptionsprogramm für den Vorstandsvorsitzenden hat

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

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

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

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

## 2.4 Die Vergütungsgeschehnisse in den USA

Für die USA haben Bebchuk, Fried und Walker (2001, S. 11 ff. mwN) in einer

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

Weiterhin wird der Vergütungsfestsetzungsprozess auch durch die vom CEO weitgehend kontrollierte Einschaltung von Vergütungsberaterfirmen zu seinen Gunsten ausgestaltet. Auch wenn die Berater einen Ruf zu verlieren haben, steht ihnen doch klar vor Augen, wem sie letztlich zu dienen haben, wenn sie in der Branche neue Aufträge gewinnen wollen. Auch dann, wenn die gesammelten Marktdaten der Beratungsfirmen korrekt eingesetzt werden, verbleiben CEO und Beratern erhebliche Spielräume über das Ob und Wie der vergleichenden Vergütungsdarstellung. Diese ist angesichts der Kontrolle des Vorgangs durch den CEO jedoch auf möglichst hohe Vergütungen ausgerichtet. Verschiedene Beraterfirmen sind damit zu Verteidigern dieser Missstände geworden, indem sie diese Vergütung als Marktpraxis und den Markt für CEOs als transparent und liquide kennzeichnen.<sup>18</sup>

Die von Beraterfirmen vorgebrachte Behauptung transparenter CEO-Marktlöhne vergisst den praktischen Prozess der Vergütungsrunde und seine Kontrolle durch die Begünstigten.<sup>19</sup> So sei das Vergütungsgremium zunächst den „extrem aggressiven Lawyers“ des CEO ausgesetzt. Die Beratungsfirmen würden zudem vom Unternehmen in Gestalt des CEO ausgesucht. Zudem wären einige Unternehmen zu der Praxis übergegangen, ihre hauseigenen Vergütungsberater mit den externen Beratern zusammenarbeiten zu lassen, mit der gewünschten Wirkung, dass das vielleicht nicht hinreichend willfähige Vergütungsgremium von den ebenfalls nicht genügend nachgiebigen außenstehenden Beratern abgeschirmt wird.

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

rund 20 bis 30 % erfordert.<sup>20</sup> Eine solche Differenz haben bei Großunternehmen bisher wohl selbst die exzessivsten US-amerikanischen Vergütungen noch nicht erreicht.

Die empirischen Untersuchungen für die USA haben ergeben, dass die Vorstandsvergütungen höher sind, wenn nicht wie unter fremden Dritten verhandelt wurde und wenn der CEO zugleich auch „Chairman of the Board“ war und je mehr Outside-Direktoren vom CEO ernannt worden oder mit Interessenkonflikten beladen waren oder sich durch hohes Alter oder durch Mehrfachboardmitgliedschaften auszeichneten (vgl. Core, 1999).

Darüber hinaus weisen Bebchuk, Fried und Walker (2001, S. 128 ff.) nach, dass es keine wirksame rechtliche Kontrolle auch höchster Gehälter in den USA gebe. Die amerikanischen Gerichte zeigten sich selbst in extremen Fällen unwillig anzunehmen, dass der Board seine Verpflichtungen verletzt habe, indem er „waste“ oder „breach of loyalty“ begangen habe.<sup>21</sup>

### 3. Mögliche Gründe für die beobachteten Vergütungspraktiken

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

Die Theorie der effizienten Anreize („Anreizvergütungshypothese“) behauptet, derartige Vergütungen seien notwendig und sinnvoll, um die Vorstände der Unternehmen zu effizientem Verhalten zu bewegen. Unter der „Anreizvergütungshypothese“ werden vom Aufsichtsrat die Vergütungen für den Vorstand so festgelegt, dass der Vorstand den Anreiz hat, anstelle der eigenen Ziele weitestgehend die Interessen der Aktionäre zu verfolgen (vgl. Bebchuk, Fried und Walker, 2001).

---

<sup>20</sup> Vgl. hierzu auch Adams, 1989, S. 333 ff. sowie Adams, 1990a, S. 63 ff. mwN.

<sup>21</sup> Der folgende von Bebchuk, Fried und Walker (2001) geschilderte Fall des Disney Vorstandes Ovitz, in Brehm vs. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000) mag als Anschauung dienen: Bei seiner Anstellung wurde Ovitz vom Disney Board eine „No-Fault Termination“-Vereinbarung zugestanden, nach der Ovitz bei Vertragsbeendigung eine einmalige Summe erhalten würde.

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

Die „Ausplünderungshypothese“ sieht in den Vergütungen lediglich den Missbrauch der Macht der Unternehmensverwaltungen, gegen praktisch nicht zur Gegenwehr fähige Aktionäre einen möglichst großen Anteil des Unternehmens in das Privatvermögen der Vorstände überführen zu können. Nach der „Ausplünderungshypothese“ wird die Vergütung nicht wie unter fremden Dritten zur Lösung der Anreizproblematik des Principal-Agent-Problems gestaltet, sondern durch einen befreundeten oder uninteressierten Aufsichtsrat viel zu hoch angesetzt (vgl. Bebchuk, Fried und Walker, 2001). Um die Höhe der Vergütung zu verschleiern, würden zudem für die Aktionäre undurchsichtige und schädigende Zahlungsformen gewählt.

### 3.1 Die Hypothese von der Anreizvergütung

In einer Publikumsgesellschaft mit gestreutem Anteilsbesitz, bei der es keine einflussreiche einzelne private Aktionärsgruppe gibt, stellt sich das Problem der Kontrolle des Managements in seiner schärfsten Form. Die Manager sind an anderen Zielen als die Aktionäre interessiert und schaffen damit für diese ein Principal-Agent-Problem. Die Aktionäre verhalten sich rational apathisch<sup>22</sup> und halten die privaten Kontrollaufwendungen gering. Die „Theorie der anreizeffizienten Vorstandsvergütung“ vertritt nun die 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

Die seit einigen Jahren in engem zeitlichen Zusammenhang auftretende Einführung extrem teurer Aktienoptionspläne in großen deutschen Publikumsgeellschaften in Streubesitz spricht für ein koordiniertes Vorgehen der beteiligten Personen bei dem Versuch, die in den USA erzielten Gehälter auch für sich selber durchzusetzen. Zudem kommt in manchen Gesellschaften noch eine gewisse Abhängigkeit aus immer noch bestehenden Verflechtungsmustern der „Deutschland AG“ hinzu.<sup>25</sup> Zur Erleichterung der Durchsetzung der Optionsprogramme gegen den Aufsichtsrat wurden zudem einige US-Unternehmen als Töchter erworben. Dies ermöglichte den deutschen Vorständen in der Muttergesellschaft die Argumentation, dass es doch nicht sein dürfe, dass der Vorstand einer US-Tochtergesellschaft soviel mehr verdiene als die Vorstände in der Konzernmutter. Es hält sich zudem zäh das Gerücht, dass einige US-Unternehmenskäufe den Hintergrund hatten, dem deutschen Vorstandsvorsitzenden diese Argumentation zu ermöglichen. Angesichts der Dimension der laufenden Optionsprogramme ist auch eine nur fünf Jahre andauernde Amtsinhaberschaft hinreichend, um für Generationen Familienreichtum zu schaffen.

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

Die vorstehenden Beispiele zeigen jedoch, dass dies nicht der Fall ist. Insbesondere der Fall der Vergütung des DaimlerChrysler AG Vorstandes findet in der Vergütungsstruktur des BMW AG Vorstandes keine Entsprechung. Während die Aktionärszusammensetzung von DaimlerChrysler keinen einflussreichen privaten Einzelaktionär mehr aufweist, ist die BMW AG unter dem beherrschenden Einfluss einer Industriellenfamilie. Als Folge hat sich ergeben, dass die Höhe der Vergütung bei BMW in jeder einzelnen Komponente erheblich niedriger ist. Von besonderer Bedeutung ist auch, dass die BMW AG kein dem Verfasser bekanntes Aktienoptionsprogramm aufweist. Da es sich bei den Unternehmen von BMW und DaimlerChrysler um vergleichbare Branchen und Tätigkeitsgebiete handelt, ist kein wettbewerblicher Grund dafür ersichtlich

programm verantwortliche Aufsichtsratsvorsitzende bei DaimlerChrysler ein ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank, deren Unternehmensverwaltung in den letzten Jahren gleichfalls eine ausgesprochen aggressive Vorstandsvergütung betreibt und sich zeitgleich ebenfalls mit Hilfe von Aktienoptionsplänen Reichtum verschafft. Es handelt sich somit um ein Vorgehen im Gleichklang der Interessen der Managementteams. Da derartige Vergütungsstrukturen in Deutschland bislang unbekannt waren, kann ein Aufschrei der machtlosen Kleinaktionäre politisch besser aufgefangen werden, wenn mehrere Unternehmensverwaltungen gleichzeitig die Vergütung ihrer Vorstände bis in mehrstellige Millionenbereiche vorantreiben. Nur durch verbreitetes Auftreten lässt sich der Vorgang an das Publikum als „marktgerechte Vergütung“ darstellen.

### 3.2 Ökonomische Theorie der Superstars als Rechtfertigungsgrund extremer Vorstandsvergütungen

Den Wirtschaftswissenschaften ist die Erscheinung dramatischer, nie da gewesener Vergütungsanstiege einiger weniger Personen nicht verborgen geblieben. Bereits Alfred Marshall (1947, S. 685 f.) konnte die entscheidenden Gründe für die außergewöhnlichen Preissteigerungen für die Werke einiger weniger Sänger und Maler angeben. Sherwin Rosen (1981, 1983) hat hierzu eine geschlossene Theorie vorgelegt, die in einem Buch von Robert Frank und Philip Cook (1995) popularisiert und mit zahlreichen rechtspolitischen Verbesserungsvorschlägen versehen wurde. Es soll daher nun geprüft werden, ob die Gehälter von Vorständen, die in den USA bereits Hunderte von Millionen Dollarbeträge erreicht haben und wohl auch in Deutschland bald erreichen werden, sich aus der ökonomischen Theorie der Superstars erklären und als möglicherweise unvermeidlich hinnehmbare Markterscheinung rechtfertigen lassen.

Rosen (1981, S. 845) machte in seinem Aufsatz bereits darauf aufmerksam, dass die Zahl von rund 200 vollzeitbeschäftigten Unterhaltungskünstlern in den USA vermutlich geringer sei als zu Shakespeares Zeiten in England, obwohl die Nachfrage nach ihren Diensten sicherlich nicht gesunken sei. Einige dieser Künstler erzielten nunmehr unglaubliche Einkommen. Dies gelte vor allem,

benichten nicht unterscheiden könne. Diese Beispiele könnten aus der Welt des Sports, der Künste, der Schriftsteller und des Schaugeschäfts wiederholt werden.

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

Der Grund für diesen Anstieg der Einkommen für die jeweils etwas Besseren besteht nach Rosen darin, dass die etwas schlechtere Qualität ein überproportional schlechteres Substitut für die etwas Besseren ist. So sei auch die mehrfache Aufführung eines Chores mäßig begabter Sänger kein Substitut für die einmalige Aufführung eines guten Chores. Wenn ein Chirurg bei einer lebensgefährlichen Operation etwa um 10 % besser ist als seine Kollegen, seien die meisten Menschen bereit, für seine Leistung eine Prämie zu zahlen, die deutlich größer ist als 10 %. Ein Unternehmen, das in einen Prozess um 50 Millionen verwickelt werde, ist kaum bereit bei der Qualität seiner Rechtsanwälte qualitative Abschläge gegen eine Gebührensenkung vorzunehmen (vgl. Rosen, 1981, S. 846).

Rosen betont weiterhin, dass die Wünsche der Kunden, ausgedrückt in der niedrigen Substituierbarkeit der Anbieter durch die Nachfrager, zwar die hohe Konzentration der Einkommen auf die wenigen Besten erklären könnten, dass der andere zu beobachtende Aspekt der Superstarmärkte, die Konzentration der Marktanteile auf die wenigen Superstars, hieraus jedoch nicht abgeleitet werden könne (ebd., S. 847). Der zweite Grund beruhe vielmehr auf den technischen Eigenschaften der Leistungsbringung auf diesen Märkten. Entschlei-

rung und den variablen Kosten des Druckes eines zusätzlichen Exemplars,<sup>27</sup> der Herstellung einer zusätzlichen Kopie oder einer zusätzlichen Medikamentenpackung. Bei einer Fernsehschau zählen sogar nur die Produktionskosten. Jeder zusätzliche Fernsehzuschauer beeinflusst nicht die Kosten der ausgestrahlten Fernsehdarbietung. Superstarmärkte sind somit durch sehr niedrige Grenzkosten der Bedienung weiterer Kunden und sehr hohe Fixkosten für die Schaffung der Angebotsmöglichkeit gekennzeichnet. Dies ermöglicht einzelnen Anbietern wirtschaftlich große und größte Anteile des gesamten Marktes zu bedienen und die große Zahl etwas schwächerer Anbieter vollständig aus dem Markt zu verdrängen, da diese nicht die Fixkosten auf genügend Nachfrager umlegen können.

Die großen Fortschritte 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 Einkommenssteigerung für die verbliebenen wenigen Glücklichen.<sup>28</sup>

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

Nun ist es richtig, dass die zunehmende Größe von Unternehmen die Bedeutung des Managementtalentes einer Person stark erhöht und aufgrund der

---

<sup>27</sup> Vgl. hierzu die empirische Studie bei Scherer, 2001.

<sup>28</sup> Marshall, 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 moderate likelihood of success. The causes of this change are three, firstly the

finanziellen Bedeutung der Tätigkeit nur begrenzten Substitutionswünschen der anstellenden Unternehmen begegnet. Dennoch ist die Verteilung der Talente nicht wie bei Sängern und Musikern eindeutig auf eine Person konzentriert. Unternehmensleitung hat Teamcharakter und ist typischerweise eine Gruppenleistung. Bereits T. Baums<sup>29</sup> hat bei seiner Analyse von Aktienoptionsplänen zur Vergütung von Vorständen darauf hingewiesen, dass der Aktienkurs als Maßstab für die Vorstandsvergütung oder einzelner Personen des Vorstandes schon deshalb nur sehr eingeschränkt einen richtigen Anreiz zu liefern vermag, da der Aktienkurs auch bei effizientem Kapitalmarkt und „korrekter Verarbeitung von Informationen über Individualleistungen deren Beitrag zum unternehmerischen Erfolg nicht mehr aufzuschlüsseln und gesondert auszuweisen vermag.“ Bewertet werde allenfalls die Leistung mehrerer Personen, nicht Einzelner. Leistungen und Versagen würden nicht individuell belohnt oder geahndet. Geringe Substituierbarkeit einer bestimmten klar umrissenen Managementfähigkeit ist in der Vergütungspraxis nicht erkennbar. Viele Unternehmen lassen vielmehr ihre Manager in wenigen Jahresintervallen rotieren. Zudem findet ein rascher Austausch der Führungspersonen zwischen Unternehmen und Funktionen statt. Im Gegensatz hierzu bleiben die Superstars unter den Spitzensportlern oder Künstlern bei ihren Leisten und nutzen ihre Talente nur auf ihrem engen Feld. Das Problem der geringen Substituierbarkeit eines bestimmten herausragenden Talentes und der damit verbundenen Einkommenschancen tritt damit im Falle der Tätigkeit der Unternehmensleitung nicht auf.

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

Zudem werden im international tätigen erfolgreichen deutschen Mittelstand, dessen Unternehmen üblicherweise eng von wenigen Beteiligten, etwa einer einzelnen Familie, kontrolliert werden, bei weitem nicht einmal im Ansatz solche Lohnhöhen erreicht.<sup>30</sup> Lediglich bei Neugründungen oder drohenden Insolvenzfällen werden relevante Beteiligungsanteile als Vergütungsbestandteil ins Spiel gebracht. Vor allem wird nicht das Instrument der Aktienoptionspläne

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 der des CEO zurück. Auch der Vorstand für Technik in einem Automobilunternehmen ist eine für das Unternehmen überaus wichtige Person. Wenn nun – wie in den USA am besten zu beobachten – zwischen der einen mächtigen Person und den wirtschaftlich funktional gleichgewichtigen Personen so erhebliche Vergütungsgefälle auftreten, kann dies nicht aus dem Wettbewerb um die besten Talente, sondern lediglich aus der Ausnutzung von Macht erklärt werden. Die Beobachtungen zeigen daher, dass die exzessiven Vergütungen treibende Talent, für das es in der Vergütungsfrage der Manager kein Substitut gibt, die Macht über die Organisation in Form des CEO-Amtes ist.

Im Widerspruch zu einer Erklärung der Vorstände als Superstars steht weiterhin der Umstand, dass vielfach die Reichtum bringenden Zahlungen an die Vorstände erst dann erzielt werden, wenn die Vorstände das Unternehmen verlassen. Insbesondere bei Übernahmen werden von den neuen kontrollierenden Eigentümern astronomische Beträge für das einfache Aufhören gezahlt.<sup>31</sup> Dies ist bei Superstars und selbst bei eiteln alten Mimen nicht zu beobachten. Es geht hierbei somit nicht um die Vergütung der Ergebnisse von Leistungen aufgrund außergewöhnlicher Talente, sondern häufig nur noch um den wirtschaftlich günstigeren Abkauf von Machtmissbrauchsmöglichkeiten, indem durch die Zahlung einer großen Summe der Vorstand bewegt wird, nicht die Zukunft des Unternehmens zur Sicherung der persönlichen Vergütungsinteressen etwa im Falle einer drohenden Übernahme zu beschädigen.

Der Grund, dass Vorständen von privaten Eigentümern kontrollierter Unternehmen deutlich niedrigere Vergütungen als bei der DaimlerChrysler AG gewährt werden, ist auch darin zu sehen, dass dort die motivationsbelastende

heraus gearbeitet, dass zwar hohe Vergütungsunterschiede den Turniercharakter der inneren Arbeitsmärkte in einem Unternehmen stärken und individuelle Leistungsanreize erhöhen. Studien von soziologischer und psychologischer Seite haben jedoch nachgewiesen, dass die durch Turniere erzeugten Vergütungsungleichheiten zu niedrigerer Produktivität, niedrigerer Produktqualität, schlechterer Arbeitsmoral und höherem Wechsel bei den Arbeitnehmern führen.<sup>32</sup>

Es lässt sich somit festhalten, dass nicht durch Unternehmenssonderlagen sachlich gerechtfertigte Aktienoptionspläne die Eigentümer der Unternehmen nicht nur durch die Steuernachteile schädigen und deren Unwirtschaftlichkeit aufgrund der subjektiven Abwertung der Optionen aufgrund der Risikoaversion der Vorstände, sondern auch noch durch die Verminderung der Produktivität der anderen Arbeitnehmer.<sup>33</sup>

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

### 3.3 Analyse der Ausplünderungshypothese unter besonderer Berücksichtigung von Aktienoptionsplänen:

Im Gegensatz zur Theorie der effizienten Anreize sieht die „Ausplünderungshypothese“ die Vorstandsverträge weniger als ein Mittel zur Problemlösung der Agencybeziehung zwischen Eigentümern und Managern, sondern als Teil des Problems (Bebchuk, Fried und Walker, 2001, S. 31 ff.). Bei der „Ausplünderungshypothese“ der hohen Managementvergütungen werden die Unternehmensverwaltungen als die in Kontrollfreiräumen handelnden Herren der Unternehmen angesehen. Ihre hohe Vergütung dient nicht der Vermittlung von Anreizen zu effizientem eigentümerfreundlichen Verhalten, sondern der bloßen Erzielung möglichst hoher Einnahmen für sich selbst.

Obwohl die Unternehmensverwaltungen große Kontrollfreiräume besitzen, bedeutet dies jedoch nicht, dass sie keinerlei Zwängen bei der Zubilligung der

### 3.3.1 Der Gebrauch von Vorstandsoptionen in den USA

Seit den 80er Jahren wurden Vorstandsoptionen in den USA ein immer wichtigerer Bestandteil der Vergütung und wurden noch vor dem Grundgehalt der wichtigste Vergütungsbestandteil (vgl. Murphy, 1999). In der Literatur wurde in der durch die Aktienoptionspläne verstärkten Sensitivität der Managergehälter für das Schicksal der Aktionäre eine Verbesserung der Corporate Governance gesehen und Optionspläne als eine Verbesserung der Vergütungstechnologie begrüßt (vgl. Murphy, 1999; Strickland et al., 1966, S. 319 f.).

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 CEOs der 500 größten Unternehmen (S&P 500) um 29 % auf 811 tausend Dollar, der Medianbonus um 99 % auf 750 tausend Dollar und der Medianbarwert der gewährten Optionen um 335 % auf 1,6 Millionen Dollar (vgl. Perry und Zenner, 2000, S. 123, Table 1). Die Mediangesamtvergütung stieg demnach in diesen 6 Jahren um 160 %.

Bebchuk, Fried und Walker (2001, S. 42) zeigen, dass ohne den Anstieg der gewährten Optionen die Barvergütung für die CEOs in dieser Zeit zusätzlich um über 1 Million Dollar in bar hätte ansteigen müssen. Die Autoren vermuten, dass dies den entschiedenen Widerstand der Aktionäre und sogar des Gesetzgebers hervorgerufen hätte, der gerade in 1993 die steuerliche Abzugsfähigkeit von nichtleistungsabhängigen Gehaltsbestandteilen für den CEO und die 4 bestbezahlten Angestellten, die über 1 Million Dollar hinausgehen, ausgeschlossen hatte. Optionen werden daher von den Autoren als das Mittel der Wahl bei der Verheimlichung exzessiver Vergütungen bewertet.

Weiterhin zeigen Bebchuk, Fried und Walker (2001, S. 51), dass es völlig ungeklärt sei, wie hoch die richtige Sensitivität der Vergütung von den Unternehmensergebnissen sei. So gebe es wenig empirische Nachweise, dass erfolgsabhängige Vergütungen sich in höheren Aktienpreisen niederschlagen. Es seien nur wenige Anreize nötig, um die Vorstände zu veranlassen, sich anzustrengen. Entscheidender als der Betrag sei vielmehr die Art und Weise der Anreize. Die Struktur der tatsächlich vergebenen Optionen zeige, dass sie weitaus besser durch den Versuch der Ausnlinderung der Unternehmen als durch den

preise der Optionen an den Marktindex oder das Ergebnis von Konkurrenzunternehmen knüpfe (vgl. Murphy, 1999). Auch in Deutschland werden nach Aussagen von Beraterfirmen Optionsprogramme praktisch nie an den Marktindex oder relative Erfolge zu Konkurrenzunternehmen geknüpft, obwohl eine solche Anbindung für eine leistungsbezogene Vergütung sinnvoll wäre.<sup>35</sup> Allerdings begegnet die Leistungsmessung erheblichen praktischen Schwierigkeiten, da stets Sondereinflüsse die wirklichen Leistungen des Vorstandes nach oben oder unten verzerren. Aus diesem Grunde behalten sich die Kontrollorgane auch vor, frei nach ihrer Bewertung bestimmte Beträge zu erhöhen oder zu senken.

Dennoch muss festgehalten werden, dass die Unternehmensvorstände im Ergebnis für einen etwa konjunkturbedingten Anstieg der Aktienkurse bei den üblichen Aktienoptionsprogrammen ohne jede wirkliche Leistungsmessung Millionenbeträge beziehen können. Im Falle einer variablen Optionsausübungspreisanpassung oder eines einfachen Repricing können diese Beträge sogar noch im Falle erheblicher Wertzerstörungen erzielt werden.<sup>36</sup>

### 3.3.1.2 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 (GuV) gezeigt werden.

Nach den Financial Accounting Standards No. 123 Nr. 14 müssen jedoch auch für die nichtindexierten Optionen die finanzmathematisch richtigen Werte außerhalb der Bilanz mittels Fußnote als Ausgaben angegeben werden, indem das um die Optionsausgaben korrigierte Net income und die Earnings pro Aktie darzustellen sind.<sup>37</sup>

---

<sup>35</sup> Vgl. Johnson und Tian, 2000, S. 9; Dannenberg, 1999. In ihrem Aufsatz erläutern Die-

Die zuweilen anzutreffende Behauptung, außerhalb der Gewinn- und Verlustrechnung gehaltene Optionsaufwendungen könnten über den dann möglichen optisch höheren Gewinnausweis zu einem höheren Aktienkurs führen, steht in Widerspruch zu der empirisch gesicherten Theorie der effizienten Kapitalmärkte.<sup>38</sup> Es ist angesichts der Wachsamkeit der Finanzanalysten ungläubwürdig, dass diesen die Höhe der Optionskosten in Form der Verwässerung und damit die Absenkung des Gewinnes pro Aktie letztlich verschleiert werden könnte. Selbst wenn viele Analysten auf diese Weise hinters Licht geführt werden könnten, würde dies den richtig rechnenden Marktteilnehmern erhebliche Gewinne ermöglichen und die unbedarften Analysten und deren Kunden im Ergebnis aus dem Markt entfernen.

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

### 3.3.1.3 Zulässigkeit der Aufhebung der Anreize von Aktienoptionsplänen durch Gegengeschäfte

Es gehört zur Standardrechtfertigung der Aktienoptionspläne, dass sie dazu dienen, die Vorstandsvergütung mit dem finanziellen Schicksal der Aktionäre zu verknüpfen. Erstaunlicherweise werden jedoch vom verantwortlichen Aufsichtsrat in der Praxis keine Maßnahmen ergriffen, die die Vorstände wirksam daran hindern, durch 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 Hedging-Geschäfte ihre Diversifikation zu verbessern.<sup>39</sup> Ebenso versuchen sie, durch Equity Swaps und möglichst frühzeitige Ausübung ihrer Optionen und durch

Weiterverkauf der erworbenen Aktien ihr Risiko zu vermindern (vgl. Schizer, 2000).

Das mit Aktienoptionsplänen verbundene Risiko für das einzelne Vorstandsmitglied ist ein weiterer Grund dafür, dass Aktienoptionspläne sich als sehr teure Form der Vorstandsvergütung darstellen. So hat Murphy (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 % abwertet. Dies besagt, dass die Aktionäre – aus ihrem versteuerten Einkommen – ein vielfaches leisten müssen, um diese Form der Bezahlung zu ermöglichen. Dass dies nur in besonderen Fällen ein sachlich gerechtfertigter Weg der Bezahlung ist, erscheint offensichtlich.

Wenn bei Aktienoptionsplänen im Vordergrund die Verbesserung der Anreize zu aktionärsfreundlicherem Verhalten der Vorstände stünde, wäre der natürliche Weg, jede Art von Gegengeschäften vertraglich zu verbieten und mit spürbaren Sanktionen zu belegen und wirksame Kontrollen durchzuführen. Dass dies in der amerikanischen und deutschen Praxis nicht geschieht, zeigt, dass die Vorgabe einer Anreizverbesserung im Wege von Aktienoptionsplänen bei liquiden Unternehmen eine vorgeschobene Argumentation ist. Höhe und Struktur der Vergütungen und die Nutzung von Aktienoptionsplänen sind damit im wesentlichen ein Instrument, auf eine verwickelte und für viele Aktionäre wenig durchschaubare Weise exzessive Millionenbeträge für die Vorstandsmitglieder zu erzielen.<sup>40</sup>

#### 3.3.1.4 Zu niedrige Optionsausübungspreise

Es ist unmittelbar einsichtig, dass je weiter gewährte Optionen „im Geld“ sind, je höher also der Wert der Aktie über dem Ausübungspreis des begünstigten Optionsinhabers steht, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass bei einem Wertverlust der Aktie die Wirkung der Option als Verlustschutz für den Inhaber eine Rolle spielt. Wirtschaftlich ist der Optionsinhaber in einem solchen Fall Aktionär. Er hat damit auch die von ihm angerichteten Verluste zu fürch-

von 50 wirtschaftlich dasselbe Risiko wie ein Aktionär. Will man jedoch einen Vorstand für seine Leistung in Form eines möglichst großen Kursanstieges belohnen, ist es sinnvoll, zunächst den für diese Leistung vorgesehenen Geldbetrag festzulegen und dann in Optionsrechte umzurechnen. Es stellt sich dann heraus, dass viele Optionen nur zu einem sehr hohen Ausübungspreis gewährt werden sollten, also weit „aus dem Geld“ sein sollten.<sup>41</sup>

In der Praxis ist jedoch zu beobachten, dass statt dessen die Optionspreise so niedrig sind, dass nur geringe Kurssteigerungen zu erheblichen Gewinnen der begünstigten Vorstände führen.<sup>42</sup> Diese in der Praxis zu beobachtende Erscheinung steht in Widerspruch zu der Behauptung, Aktienoptionsprogramme seien auf den Wunsch nach einer möglichst gut greifenden Anreizbezahlung zurückzuführen. Ein solcher Einsatz von Optionen ist besser als der Wunsch der Vorstände zu verstehen, in diskreter Weise mit geringsten Risiken die in den Optionen steckenden Werte zu erzielen.

### 3.3.1.5 Die Verteilung der Aktienoptionen nach Macht statt nach Anreizen

Es gehört zu den international bekannten Strukturmerkmalen der Vorstands- und Boardvergütungen, dass amerikanische CEOs bisher noch erheblich mehr verdienen als ihre Kollegen in Deutschland und Europa, während diese Vergütungsdifferenzen zu den anderen Vorstandsmitgliedern nicht bestehen.<sup>43</sup> So wird in der Vergütung 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 der exzessiven Vergütungen ausschließlich an den Vorstandsvorsitzenden verhindert hat. Möglicherweise wird man in Deutschland eine gleichmäßigere Verteilung der Exzessvergütungen vorziehen und aufgrund der Mitbestimmung auch tiefere Hierarchieebenen beteiligen, was die Kosten

Inzwischen ist das amerikanische System der Optionsvergütung selbst für den Chairman der US Federal Reserve *Greenspan* bedenklich geworden und als eine Bedrohung des Kapitalmarktes und der Integrität der Rechnungslegung erkannt worden.<sup>44</sup> So kritisierte *Greenspan* die Rechnungslegungspraxis, die es den Unternehmen erlaubt, Aktienoptionspläne nicht als Kosten zu verbuchen. Diese hätte die ausgewiesenen Gewinne der größten US-Unternehmen in den Jahren 1995-2000 um 2,5 % nach oben getrieben.<sup>45</sup>

Aktienoptionspläne verursachen zudem Anreize zu höherer Aktienvolatilität, da der Wert von Optionen stark von der Volatilität der Aktien getrieben wird. Der Fall Enron in den USA lehrt neben vielem anderen auch, dass Optionen für einen mächtigen CEO dazu führen, dass dieser mit Hilfe kreativer Buchführung und einer mit dem Unternehmen verfilzten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und einem Rechnungslegungsrecht, das Form über Substanz stellt, den Börsenwert seines Unternehmens in grotesker Weise von seinem wirklichen Wert nach oben treiben kann und er hieran aufgrund seiner Aktienoptionen auch jedes Interesse hat. So wurden von *Ley* und anderen Senior Executives von Enron noch kurz vor der Insolvenz netto mehr als 100 Millionen Dollar privat eingestrichen, wobei zu den Käufern die ahnungslosen eigenen Angestellten gehörten, die damit neben ihrem Arbeitsplatz auch ihre Altersversorgung verloren.<sup>46</sup> Kurz vor der Pleite war den Angestellten zudem vom Topmanagement verboten worden, die Enron Aktien zu verkaufen (Welt am Sonntag v. 10.2.2002). In Europa machte der vergleichsweise harmlose Skandal um die Topmanager von ABB Schlagzeilen.<sup>47</sup>

Neben dem Anreiz zur Erhöhung der Volatilität üben Aktienoptionen für Vorstände auch andere unternehmens- und aktionärsschädigende Verhaltensweisen aus. So werden falsche Prognosen und Gewinnerwartungen verkündet und die Rechnungslegung je nach den von den Aktienoptionen ausgehenden Anreizen verbogen. Auf der Basis ihres politischen Einflusses haben die Unter-

---

<sup>44</sup> „The current accounting for options has created some perverse effects on the quality of corporate disclosures that, arguably, is further complicating the evaluation of earnings and hence diminishing the effectiveness of published income statements in supporting good corporate governance,“ *Financial Times* v. 26.3.2002.

<sup>45</sup> Insbesondere die Großunternehmen hatten durch ihre Leiharbeit eine Defizite...

nehmensverwaltungen selbst die Rechnungslegungsstandards beeinflusst.<sup>48</sup> Die aus den unterlassenen oder verfälschten Angaben im Wege von Aktienverkäu-

---

<sup>48</sup> Vgl. hierzu den Bericht der New York Times v. 7.4.2002, der durch die wörtlichen Zitate auch ein wenig den Flavor des Geschehens in der Leitungsetage zu vermitteln vermag: "Over the last few years, executives at some companies released inaccurate earnings statements and, before correcting them, sold large amounts of stock at inflated prices. At others, executives insisted for months that the recent recession would not much affect their businesses. By the time they acknowledged their error, some had sold millions of shares at prices that were just a memory. ... It happened at major technology companies like Oracle and Sun Microsystems. It happened at Guess and at Xerox, at Dollar General, a discount retailer, and at Providian 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 \$10 million that Mr. Allaire pocketed by exercising stock options

fen erzielten Millionengewinne verblieben bisher unangetastet in den Taschen der betreffenden Vorstände.

### 3.3.2 Empirische Untersuchungen zur Wirkung von Aktienoptionsplänen

In einer empirischen Untersuchung zu den Auswirkungen von Aktienoptionsplänen kommen für die USA Gerety, Hoi und Robin (2001, S. 45 ff.)<sup>49</sup> zu dem Ergebnis, dass der Unternehmenswert nicht steigt, wenn für Senior Manager Aktienoptionspläne aufgelegt werden.

In ihrer Arbeit legen die Autoren empirische Daten zu den Reaktionen der Aktienmärkte vor, wenn Aktienoptionspläne zur Genehmigung durch die Aktionäre vorgeschlagen werden. So hatte die National Association of Corporate Directors 1995 einen sog. Blue Ribbon Report herausgegeben, der eine dringende Empfehlung zur Nutzung von „equity based compensation to align the interests of shareholders and directors“ enthielt. Dieser Empfehlung sind viele US-amerikanische Unternehmen gefolgt. Die Autoren der Studie haben es nun unternommen, die empirisch wenig untersuchte Frage zu beantworten, ob die Aktionäre tatsächlich von den der Hauptversammlung vorgelegten Optionsvergaben etwas gewonnen haben. Hierzu sind die Autoren von der Überlegung

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 699,911 shares in January, and Mr. Ellison, among the country's richest people, made almost

ausgegangen, dass der Aktienmarkt eine positive Reaktion hätte zeigen müssen, wenn die vorgeschlagen Pläne eine bedeutsame Verbesserung der Anreize der Direktoren mit sich bringen würde, für eine Erhöhung des Unternehmenswertes zu sorgen. Wenn jedoch die Pläne die Anreize der Manager nicht wesentlich beeinflusst hätten, müsste man keine Reaktion oder sogar eine negative Reaktion an den Aktienmärkten beobachten.

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

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

Die von Jensen (1993)<sup>50</sup> sanguin begrüßte und von vielen Investoren und der Geschäftswelt übernommene Sicht, dass die Vergabe von Stock Options an Vorstände die Vergütungssysteme verbesserten, hat sich damit als falsch erwiesen. Grund hierfür könnte insbesondere sein, dass sich angesichts der üblichen Fehler in der Kontrolle der Unternehmensleitung die von ihm betonte Voraussetzung der langfristigen Unzulässigkeit des Verkaufs der Optionen nicht durchsetzen ließ (Lorsch und MacIver, 1989).<sup>51</sup>

Ebenso könnte sich die von Jensen vorgenommene Überbetonung der finanziellen Anreize als falsch erwiesen haben. Nach Lorsch und MacIver (1989) werden das Prestige und die geschäftlichen und sozialen Verbindungen mit der Vorstandseigenschaft von den beteiligten Personen als wertvoller erachtet als

das Interesse der Vorstände mit denen der Aktionäre auf eine Linie bringe, so dass weitere und zudem teure Anreizstrukturen durch Aktienoptionspläne überflüssig sind. Die astronomischen Vergütungen für Vorstände könnten zudem ein Gegenwahlproblem, „adverse selection“, für die Rekrutierung des Vorstandsnachwuchses ausgelöst haben.

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

### 3.3.3 Die Diskussion um die richtige Verbuchung von Aktienoptionen

Ein besonderes Problem stellt die richtige Verbuchung von Aktienoptionen dar. So müssen – wie dargelegt – auch nach den Rechnungslegungsstandards der USA die gebräuchlichen Optionspläne nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung angegeben werden. Die hiervon ausgehende Verzerrung beim Ausweis des Personalaufwandes führt bei den 500 größten US-Unternehmen (S&P 500) dazu, dass die Gewinne um 13 % zu hoch angegeben werden.<sup>52</sup> Im Schnitt haben die US-Konzerne 16 % ihres gesamten Aktienbestandes in Form von Optionen an Mitarbeiter vergeben.<sup>53</sup>

Ohne eine Verbuchung in der Gewinn- und Verlustrechnung als Personalaufwand in den HGB-Einzelabschlüssen der Unternehmen sind die hohen Kosten der Vorstandsvergütung im Wege von Aktienoptionen nicht steuerlich abzugsfähig. Geht man von einer durchschnittlichen Besteuerung der Unter-

---

<sup>52</sup> Vgl. Handelsblatt v. 14.3.2002: „Aktienoptionen schaden den Aktionären“. Dort werden Analystenschätzungen zitiert, nach denen etwa die Internetfirma Yahoo bei Verbuchung ihrer durch die Optionspakete entstandenen Kosten anstelle eines Gewinnes von 12 Cents pro Aktie einen Verlust von 2,30 US Dollar verzeichnen würde. Beim Computerhersteller Compaq wäre der Gewinn um 65 % niedriger, beim Reifenhersteller Goodyear um 64 %. Bei Hewlett-Packard wäre anstelle eines Gewinnes von 417 Millionen Dollar ein Verlust von 281 Millionen Dollar angefallen.

Nur zwei von 500 Standard & Poor's Unternehmen verbuchen ihre Optionsplankosten als Personalaufwand. Nach einer auf SEC Unterlagen beruhenden Untersuchung von Bloomberg

nehmensgewinne von annähernd 50 % aus, sind die tatsächlichen Kosten eines Aktienoptionsplans für die Aktionäre nochmals um diese 50 % erhöht.

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

So hat der Deutsche Standardisierungsrat in seinem Entwurf des Deutschen Rechnungslegungsstandard Nr. 11 – E DRS 11 – zur Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entgeltformen festgestellt, dass Erwerbsrechte auf Aktien als Gegenleistung für Arbeits- und sonstige Dienstleistungen des Empfängers gewährt werden und *als Personalaufwand in Höhe des Gesamtwertes der Aktienoptionen zu verbuchen sind*. Ein Betrag gleicher Höhe ist der Kapitalrücklage zuzuführen. Personalaufwand und Dotierung der Kapitalrücklage sei über den Leistungszeitraum zu verteilen. Die überwiegende Zahl der Stellungnahmen hat diese Beurteilung unterstützt.<sup>54</sup>

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

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

Dieser Ansicht ist zuzustimmen. Sie sollte zudem auch in der Optionskostenverbuchung der maßgeblichen Einzelabschlüsse und damit auch in den

einer rechtlichen Trennung der Sphären Gesellschafter und Unternehmen ausgeht. Der Altaktionär erhält als Gegenleistung zu den gewährten Optionen einen durch die Arbeitsleitung beim Unternehmen hoffentlich entsprechend erhöhten Gewinn, der aber mit rund 50 % zu versteuern ist. Der zu diesem Gewinn führende Aufwand kann nach der geltenden Rechtslage nicht beim Aktionär, und im Falle der Praxis der Nichterfassung als Personalaufwand auch nicht beim Unternehmen steuerlich geltend gemacht werden. Wirtschaftlich ist damit der Aktionär bei einer derartigen Bezahlung um den Wert der Optionen in voller Höhe geschädigt. Er verliert damit im Vergleich zu einem in den Zahlungsströmen und damit auch in den Anreizen völlig identischen System der Wertsteigerungsrechte (virtuellen Optionen), die als Personalaufwand verbucht werden, bei den gegenwärtigen Steuersätzen rund die Hälfte dieser Zahlungen noch einmal.<sup>55</sup> Bis auf die wenigen Sonderfälle von Liquiditätsengpässen im Falle einer Insolvenz oder eines jungen Wachstumsunternehmens ist es wirtschaftlich sachlich nicht rechtfertigbar, die bei gleichem Geldstrom doppelt so teure Alternative zu wählen. Erst bei einer zukünftigen Einführung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der in den Optionen aufgewendeten Personalkosten kann die Ausgabe realer Optionen an Vorstände sinnvoll sein.

Wenn die Vertretung der Volkswagen AG behauptet, dass die Aktionäre doppelt geschädigt seien, trifft dies im Gegenteil auf die geltende Rechtslage zu. Die im Rechnungslegungsstandard vorgeschlagene indirekte Belastung der Aktionäre mittels Verbuchung als Erfolgsaufwand beim Unternehmen ist damit lediglich eine Verschiebung des Verbuchungsortes an den richtigen Platz mit einer rund 50-prozentigen Verminderung nach Steuern. Wenn aufgrund der damit einhergehenden geringeren Ausschüttung von den VW-Vertretern eine Schädigung der Aktionäre angenommen wird, ist dies eine schräge Argumentation mit Hilfe von Buchungstricks. Die verminderte Ausschüttung ist kein Schaden im Vergleich zur Verbuchung beim Aktionär, da sich die Ausschüttung nur um den Steuersatz auf den Aufwand, also um rund 50 % als Belastung erweist. Über beide Ebenen saldiert ist die Verbuchung als Erfolgsaufwand nicht nur buchhalterisch richtig, sondern auch wirtschaftlich für die Eigentümer des Unternehmens die einzig richtige.<sup>56</sup>

Die Tabelle auf der folgenden Seite 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 % betragen. Wie man sieht, führt die Verbuchung der Aktienoptionen in der GuV zu einem Gewinn nach Steuern für die Aktionäre von 4 statt 3.

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

Gegen den Vorschlag, Optionen als Personalaufwand zu verbuchen, kann

Eigenkapital auf der Grundlage falscher Annahmen über den wirklichen Ertrag nach einem Optionsplan ist falsch eingesetztes Kapital und eine volkswirtschaftliche Fehlallokation. Sollten sich aufgrund eines solchen Ausweises die Aktienkurse verändern, stellen auch diese nichts anderes als eine Korrektur eines Marktversagens aufgrund vorheriger Fehlwahrnehmungen dar.

### 3.3.4 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. Das Fehlen des personenbezogenen Einzelausweises stellt sich jedoch nicht als allzu dramatischer Offenheitsmangel dar, da die Gesamtbezüge des Vorstands angegeben werden müssen und die Aktionäre damit zumindest den Durchschnittsaufwand pro Vorstandsmitglied ermitteln können. Von entscheidender Bedeutung für das Geschehen um die Vorstandsbezüge ist jedoch der Umstand, dass der Wert des wichtigsten und kostspieligsten Teiles der Gesamtvergütung den Aktionären bisher nicht mitgeteilt wird und sogar unter Inkaufnahme von Auskunfts- und Anfechtungsprozessen sorgfältig und beinhart vor den Aktionären verborgen gehalten wird.

In den USA ist entscheidende Ursache für die zu beobachtenden Millionenvergütungen die Machtvollkommenheit des CEO und seine unzureichende Kontrolle durch Outside-Directors. Der CEO hat seinen eigenen Vergütungsprozess in der Hand und nutzt diesen zuweilen zur Ausplünderung der Aktionäre. In Deutschland scheint der Versuch der Nachahmung der US-amerikanischen Missstände von Seiten interessierter Unternehmensverwaltungen weder durch das Aufsichtsratsystem noch durch die Mitbestimmung aufgehalten zu werden. Mit einem Aufsichtsratsvorsitzenden von der Deutschen Bank

langte Vergütungstransparenz nun durch eine neue Reform rechtsverbindlich eingeführt wird.<sup>57</sup>

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

#### 4. Die gerichtliche Überprüfbarkeit der Vergütungsentscheidungen

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

denkbar, dass dem Aufsichtsrat ein gerichtlicher Nachprüfung weitgehend entzogener Ermessensspielraum bei der Vergütungsbemessung zukommt. So räumt die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes dem Vorstand im Rahmen der Wahrnehmung seiner unternehmerischen Führungsaufgabe weitgehende unternehmerische Handlungsfreiheit ein.<sup>58</sup> 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“.<sup>59</sup> Die Entscheidung des Aufsichtsrates über die Struktur und Höhe der Vergütung der Vorstandsmitglieder ist zu den unternehmerischen Aufgaben des Aufsichtsrates zu rechnen, da er durch die Ausgestaltung der Anreizstruktur der Vergütung künftige unternehmerische Entscheidungen des Vorstandes steuert und mitgestaltet.<sup>60</sup> Der Aufsichtsrat hat bei der Entscheidung über die Struktur und Höhe der Vergütung von Vorstandsmitgliedern einen unternehmerischen Ermessensspielraum. Eine Verletzung der Pflicht des Aufsichtsrates zur Wahrung der Angemessenheit der Vorstandsbezüge kann daher nur in schwerwiegenden Fällen in Betracht kommen.<sup>61</sup> Eine Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat kommt daher nur dann in Frage, wenn „die Grenzen, in denen sich ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, ausschließlich am Unternehmenswohl orientiertes, auf sorgfältiger Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes unternehmerisches Handeln bewegen muss, deutlich überschritten sind“.<sup>62</sup> Soweit diese Grenzen eingehalten sind, kommt die Annahme einer Pflichtverletzung des Aufsichtsrates bei der Festsetzung der Vergütung eines Vorstandsmitgliedes nicht in Betracht.

#### 4.2 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 Gesamtbe-

Im rechtswissenschaftlichen Schrifttum besteht Einigkeit darüber, dass die Aufzählung verschiedener Bestandteile der „Gesamtbezüge“ in § 87 Abs. 1 AktG beispielhaft und nicht als abschließend zu verstehen ist. Unter den Begriff der „Gesamtbezüge“ fallen alle Leistungen, „die einem aktiven Vorstandsmitglied mit Rücksicht auf seine Tätigkeit für die Gesellschaft gewährt werden“,<sup>64</sup> die also „als Entgelt für seine Tätigkeit in den Diensten der AG angesehen werden können“. Dazu zählt nach allgemeiner Ansicht auch die vergütungshalber erfolgende Einräumung von Optionen auf den Bezug von Aktien der Gesellschaft.<sup>65</sup> Die Regelung des § 87 Abs. 1 AktG dient nach Ansicht der juristischen Literatur<sup>66</sup> dem Schutz der Gesellschaft, ihrer Aktionäre, Arbeitnehmer und anderer Gläubiger vor sachlich ungerechtfertigten überhöhten Bezügen von Vorstandsmitgliedern.

Der vom Gesetz genannte Maßstab der „Aufgaben des Vorstandsmitgliedes“ betrifft nach Ansicht der Literatur die Art der Aufgaben, die Aufgabenstellung des betreffenden Vorstandsmitgliedes, ihren Schwierigkeitsgrad und ihre Größe sowie ihre Wichtigkeit für die Gesellschaft, namentlich auch das Maß der Verantwortung des Vorstandsmitgliedes.<sup>67</sup> Das zweite Kriterium, die „Lage der Gesellschaft“, bezeichnet nach Ansicht der Literatur<sup>68</sup> die Gesamtsituation des Unternehmens, nicht nur die Ertragslage. So könne eine außergewöhnlich schwierige wirtschaftliche Lage der Gesellschaft die Zahlung einer relativ hohen Vergütung rechtfertigen, wenn sich angesichts der Schwierigkeit einer Sanierung und des Risikos eines Fehlschlags anderenfalls keine geeigneten Personen zur Gewinnung des Vorstandsamts finden lassen. Kriterien zur Beurteilung der „Lage der Gesellschaft“ seien auch die Größe des Unternehmens gemessen an Umsatz, Anzahl der Beschäftigten, in geringerem Maße auch Performanceorientierte Kriterien wie etwa die Eigenkapital- oder die Aktienrendite.<sup>69</sup> Im Schrifttum<sup>70</sup> wird vor diesem Hintergrund mit Blick auf die Einräumung von Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder gefordert, deren Ausübung nicht ledig-

---

<sup>64</sup> W. Hefermehl, 1973/74; § 87 Rdz. 7; Meyer-Landrut, 1973, § 87 Anm. 1.

<sup>65</sup> Baums, 1997, S. 3, 30f.; Fonk, 1999, Rdz. I 109 Fn. 277; Hüffer, 1997, S. 214, 234; ders., 1999, § 87 Rdz. 2a; Hoffmann-Becking, 1999, S. 797, 798; Kallmeyer, 1999, S. 97, 100; Kohler, 1997, S. 246, 255; Krieger 1999, § 63 Rdz. 27; Roschmann und Erwe, 2000, Rdz. 224ff.

<sup>66</sup> Baums, 1997., S. 3, 27f.; Hefermehl, 1973/74, § 87 Rdz. 1; Hoffmann-Becking, 1999, S. 797f.; Hüffer, 1997, S. 214, 234; Jan, 1999, Rdz. 1; Meentemeyer, 1999, § 87 Rdz. 2; Meyer-

lich 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 Führungskräfte.<sup>71</sup> Der Marktwert eines Vorstandsmitgliedes werde widerspiegelt durch die Art und Höhe der auf dem Markt für Führungskräfte in vergleichbaren Gesellschaften für vergleichbare Tätigkeiten gezahlten Vorstandsbezüge. Die marktübliche Vergütung stellt nach wohl herrschender Auffassung nicht lediglich einen neben den im Gesetz genannten Kriterien zusätzlich zu beachtenden Gesichtspunkt, sondern vielmehr die erstrangige Vergleichsbasis für die Beurteilung der Angemessenheit der Gesamtbezüge eines Vorstandsmitgliedes nach § 87 Abs. 1 S. 1 AktG dar.<sup>72</sup> Wenn im Markt für eine vergleichbare Aufgabe in vergleichbaren Gesellschaften mithin bestimmte Leistungen ihrer Art und Höhe nach üblicherweise geboten und gezahlt würden, habe der Aufsichtsrat dieses Marktdatum seinen weiteren Überlegungen als Ausgangspunkt zugrunde zu legen. Im Anschluss an die Ermittlung der marktüblichen Vergütung als wichtigster Vergleichsbasis für die Beurteilung der Angemessenheit der Gesamtbezüge eines Vorstandsmitgliedes habe der Aufsichtsrat dann unter dem Gesichtspunkt des § 87 Abs. 1 AktG zu prüfen, ob die im Gesetz genannten Beurteilungsfaktoren – Aufgaben des Vorstandsmitgliedes, Lage der Gesellschaft – eine Abweichung nach oben oder unten ermöglichen oder sogar gebieten, weil eine den Marktverhältnissen entsprechende Bezahlung sich gemessen an dem Beurteilungsmaßstab des § 87 Abs. 1 S. 1 AktG gleichwohl als nicht „angemessen“ im Sinne der Vorschrift erweise (vgl. Baums, 1007 S. 2 31).

der 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 Marktvergütung.<sup>73</sup> Die Auswahl der Vergleichsgruppe muss einen von Missständen bei der Vergütungsentstehung unbelasteten Marktpreis liefern. Die Höhe mancher der am Markt vorkommenden Vergütungen wird jedoch wesentlich von der Macht der Beteiligten über das jeweilige Unternehmen und sein Vergütungsgremium beeinflusst, so dass die erzielten Vergütungen um die jeweilige Höhe des Versagens der Corporate Governance Problematik des betroffenen Unternehmens vermindert werden müssen. Eine von einem unfähigen oder uninteressiertem Gremium gewährte Vergütung kann daher nicht als Vergleichsmaßstab dienen. In erster Annäherung kann man sagen, dass das Vergütungsgremium eines in Publikumsstreubesitz ohne wichtigen privaten Aktionär befindlichen Unternehmens nur nach besonderer Prüfung als interessiert anzusehen ist. Die von derartigen Gremien gewährten Vergütungen müssen einer besonderen Angemessenheitskontrolle auf ihre Höhe zugeführt werden. Im Ergebnis sind damit nur die Vergütungen zur Grundlage eines Marktvergleichs geeignet, die von einem Vergütungsgremium gewährt werden, das selber aufgrund des kontrollierenden Einflusses von privaten Eigentümern<sup>74</sup> überwacht wird. Erst der Vergleich mit den Vergütungen, die in einem von Kontrollproblemen unbelasteten Unternehmen gewährt werden, kann geeignete und rechtlich zulässige Wettbewerbsmarktdaten liefern. Dies besagt, dass der Aufsichtsrat die Corporate Governance Problematik der verglichenen Unternehmen bei der Festlegung der Vergütungen durch Abschlüsse zu berücksichtigen hat.

So hat die Studie von Gerety, Hoi und Robin (2001, S. 45 ff.) 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 Fremdver-

gleichs mit den Gehältern eines unter Privatkontrolle befindlichen Unternehmens deutlich.

Zuweilen wird von deutschen Vorständen und verschiedenen Autoren mit einem Verweis auf die USA ein dortigen Vergütungen ähnliches Niveau für Deutschland eingefordert und gerechtfertigt.<sup>75</sup> 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 dortigen Tochtergesellschaften deutscher Konzerne einmal abgesehen. Anders als im Verhältnis USA-Großbritannien findet im Verhältnis USA-Deutschland und Großbritannien-Deutschland ein Austausch von Führungskräften der obersten Leitungsebene bislang kaum statt (vgl. Baums, 1997, S. 3, 23).

Allerdings findet auf der Ebene der internen Arbeitsmärkte der Unternehmen in gewissem Umfang internationaler Wettbewerb statt, der sich auf die Vorstandsgehälter indirekt auswirken kann. Auch wenn somit auf der Ebene der Vorstände kein relevanter Austausch der Führungspersonen mehr stattfindet, gibt es zwischen den alternativen Systemen von Aufstiegsleitern eines deutschen und amerikanischen Unternehmens Wettbewerb. So werden etwa einige deutsche jüngere Mitarbeiter bevorzugt den Weg zu einem amerikanischen

durch eine bessere Bezahlung einstellen müssen. Über die veränderte Behandlung der Mitarbeiter unterhalb der Vorstandsebene gibt es dann einen Einfluss bis hin auf die Bezahlung des Vorstandes, ohne dass es dort noch eines Wechsels bedarf. Noch allerdings ist ein solcher von den jungen Mitarbeitern ausgelöster Druck bisher in Deutschland in der Praxis noch nicht flächendeckend spürbar.<sup>76</sup> Der Wunsch nach den exzessiven US-Gehältern kommt unmittelbar aus dem Vorstandsbüro und nicht aus den Ebenen unter dem Vorstand. Zudem ist das amerikanische Muster der extremen Bereicherung ausschließlich der Vorstände und dabei vornehmlich des CEO angesichts der geringen Wahrscheinlichkeit zu den Begünstigten zu gehören eher eine Schädigung der amerikanischen Anbieter von Karriereleitern, da sich die überwiegende Zahl der anderen Personen ausrechnen kann, dass die Zeche der Exzesse der Wenigen von ihnen erarbeitet werden muss.

Mögen hierfür neben sachlichen auch kulturelle Gründe sowie die Verfilzung der CEO-Führungsebenen in den USA mit UK ausschlaggebend sein, so hindern sie im Ergebnis die vergleichsweise Übertragung dieser Vergütungshöhen auf Deutschland.<sup>77</sup> Aufgrund der allgemeinen Unzulässigkeit dieses Vergleichs kann man sich auch zugleich den Versuch ersparen, die zum Vergleich bemühten US- oder UK-Vergütungen als marktgerecht und ohne Corporate Governance Probleme zustande gekommen in die Vergütungsargumentation einzuführen.

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

#### 4.3 Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat für Optionsprogramme

Wie gezeigt wurde, sind der entscheidende Treiber der astronomischen Vergütungen im In- und Ausland Optionsprogramme (vgl. Murphy, 1999). Die Rechtfertigung für diese Optionsprogramme als Long-Term-Incentive-Maßnahmen haben sich angesichts der konkreten Ausgestaltung der Program-

me 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 erklärt 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 trifft sie die Beweislast. Nach § 116 AktG gelten diese Vorschriften für die Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Aufsichtsratsmitglieder entsprechend.

#### 4.3.1 Das Aktienoptionsprogramm der DaimlerChrysler AG

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

Auch die von DaimlerChrysler angestregten Prozesse gegen die Auskunftser-suchen der Aktionäre lassen sich anders nicht erklären. Damit sind jedoch alle Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder zumindest in Höhe des Steuerschadens haftbar.

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

Auf der Hauptversammlung vom 19.4.2000 haben die Aktionäre der Daimler-Chrysler 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 Mo*

*1. Quartal eines jeden Jahres stattfindenden Sitzung des Präsidiums des Aufsichtsrats 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 den einzelnen berechtigten Person jeweils gewährten Optionsrechte können frühestens zwei Jahre nach dem Ausgabetag ausgeübt werden. Die übrigen 50 % ... können frühestens drei Jahre nach dem Ausgabetag ausgeübt werden ...*

*(7) Persönliches Recht*

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

*(8) Regelung der Einzelheiten*

*Der Vorstand wird ermächtigt, die weiteren Einzelheiten für die Ausgabe von Aktien aus dem bedingten Kapital und die weiteren Bedingungen des Aktienoptionsprogramms – einschließlich – der Optionsbedingungen – für die berechtigten Personengruppen festzulegen; abweichend hiervon entscheidet für die Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft auch insoweit der Aufsichtsrat der Gesellschaft. Zu diesen weiteren Einzelheiten gehören insbesondere Bestimmungen über die Aufteilung der Optionsrechte innerhalb der berechtigten Personengruppen, den 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 Differenzbetrags zwischen Ausübungspreis und Referenzpreis haben.“*

messung ("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 %-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 % und zudem in der Globalziffer Personalaufwand verborgen.

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

Ein Hinweis auf die Kosten des Aktienoptionsplans erfolgt nicht.<sup>78</sup> Auch wird die Hauptversammlung nicht über die hohen Steuernachteile dieses Planes im Vergleich zu Wertsteigerungsrechten (Stock Appreciation Rights; Phantom Stocks, Phantom Options) unterrichtet. Der Bericht verschweigt wesentliche Tatsachen, die zur wirtschaftlichen Beurteilung notwendig sind.

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

zur sachgerechten Beurteilung notwendigen Informationen mitgeteilt worden seien. Die Fülle der dargelegten Einzelinformationen seien unverständlich und könne nicht die Angabe des Gesamtwertes des Aktienoptionsplans ersetzen. Auf der Hauptversammlung wurde auf die Fragen von Aktionären nach der wirtschaftlichen Größenordnung des Planes und der baren Ausgleichszahlung sowie der Folgen des Anpassungssystems die Antwort verweigert. Hierdurch wurde nach Ansicht von Wenger das Auskunftsrecht der Aktionäre nach § 131 Abs. I, S.1 verletzt und daher von ihm Anfechtungsklage gegen den Beschluss der Hauptversammlung erhoben.

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

Das Oberlandesgericht Stuttgart<sup>80</sup> hat in seinem Urteil die Meinung vertreten, die Fragen zum wirtschaftlichen Gesamtrahmen des Aktienoptionsplans seien zur sachgemäßen Beurteilung des Beschlussvorschlages nicht erforderlich. Das OLG bestätigte seine schon vorher vertretene Auffassung, „wonach der Wert der Optionen für die Entscheidung der Aktionäre nicht von Bedeutung ist.“<sup>81</sup> Der in der Literatur vertretenen Auffassung, die Kenntnis des Wertes der Optionen sei für die Aktionäre unabdingbar<sup>82</sup> ist das OLG aus folgenden Gründen nicht gefolgt: Die Hauptversammlung habe nicht mehr „über einen Bezugsrechtsausschluss der Aktionäre zu entscheiden, ein solcher ist vielmehr mit der Schaffung bedingten 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

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

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

Richtig ist zwar, dass bei einem Optionsplan zugunsten des Vorstandes die Aktionäre nicht zugleich dieselben Aktien beziehen können, sie daher vom Bezug ausgeschlossen werden müssen. Hieraus zu folgern, dass sie aufgrund des technisch notwendigen Ausschlusses auch kein Recht mehr haben, die Kosten ihres Ausschlusses zu erfahren, ist fehlerhaft. Der Beschluss über ein Optionsprogramm enthält als notwendigen Bestandteil einen Bezugsrechtsausschluss für den dann auch die allgemeinen Regelungen des Auskunftsrechtes nach § 131 Abs. 1 S. 1 AktG gelten. Die vom OLG vorgetragene Argumentation, es sei durch die Neuregelung des KonTraG in § 193 Abs. 2 Nr. 4 das Informationsproblem gelöst, behauptet einen Zusammenhang der Regelungen, der nach dem Willen des Gesetzgeber nicht bestanden hat. Richtig ist, dass der politische Wille des Gesetzes im Rahmen des § 193 Abs. 2 Nr. 4 eine Verpflichtung zur Angabe des Wertes im *Beschluss* selbst nicht vorgesehen hat, da die mögliche Komplexität von Optionsprogrammen die Rechtmäßigkeit des Beschlusses mit der richtigen Berechnungsmethode auf eine der Rechtssicherheit nicht dienenden Weise verknüpft hätte.<sup>83</sup> Mit der Frage der sachgerechten Berechnung der Optionspreise sollte der Beschluss daher nach dem Willen des Gesetzgebers nicht belastet werden. Das Gesetz hat damit in § 193 Abs. 2 AktG nur das absolute rechtliche Minimum festgelegt, jedoch nicht im geringsten das Fragerecht der Aktionäre in § 131 Abs. 1 S. 1 AktG beschränken wollen. So macht es in

minimalen Inhaltserfordernissen ausgestatteten Beschluss für sinnvoll und notwendig halten. Das OLG verkennt, dass die Vorschrift des § 193 Abs. 2 AktG lediglich Minimal-, jedoch nicht Maximalanforderungen für die Offenlegung im Regelungsbereich des § 193 Abs. 2 AktG enthält.

Es kann angesichts der wirtschaftlichen Größenordnung der vorgesehenen Beschlüsse und angesichts des Interessenkonflikts zwischen Unternehmensverwaltung einerseits und Streubesitzaktionären andererseits kein Zweifel bestehen, dass ein nach vernünftigen Methoden ermittelter Preis des fraglichen Aktioptionsprogramms vom Vorstand hätte angegeben werden müssen. Hierfür spricht auch, dass der gestaltungsleitende Plan der Unternehmensleitung darauf gerichtet war, niemals den Aktionären vor Augen treten zu lassen, wie viele Milliarden an Personalaufwand sie aus ihrem bereits versteuerten Vermögen in Form einer verwässerungsbedingten Wertminderung ihrer Aktien aufzubringen hatten, obwohl in Form eines virtuellen Programms eine um rund die Hälfte günstigere Alternative offen gestanden hätte. Dass dieser wirtschaftliche Wert der Optionen nach Ansicht des OLG für die Aktionäre nicht von Bedeutung sein soll, erschließt sich keinem vernünftigen Anleger.<sup>84</sup> Auch wenn die Aktionäre eine Verwässerung bis zu einem bestimmten Punkt hinzunehmen haben, heißt dies nicht, dass auch die Frage nach den Gründen hierfür im Ergebnis verboten ist.

Weiterhin versucht das OLG Stuttgart die Rechtfertigung der Zulässigkeit der Verschleierung des Gesamtwertes des Aktioptionsplans durch die Behauptung zu begründen, dass der Bezugsrechtsausschluss für die Altaktionäre und die Optionsvergabe eine Vergütungsentscheidung sei, für die Vorstand und Aufsichtsrat zuständig seien. Das Gericht übersieht hierbei, dass der Optionsplan der DaimlerChrysler AG nach § 192 Abs. 2 Nr. 3 wirtschaftlich aus dem

---

<sup>84</sup> Eine weitere Fehlargumentation bemüht das OLG im Hinblick auf die Verwässerungswirkung der Optionen. Es behauptet, der Begrenzung des Verwässerungseffektes diene aber bereits der § 192 Abs. 3 AktG, der den Nennbetrag des bedingten Kapitals zur Gewährung von Bezugsrechten auf maximal 10 % des Grundkapitals begrenze. Da diese Grenze eingehalten sei, müssten die Aktionäre dies hinnehmen. Auch hier vermengt das Gericht wieder die Regelung des maximal zulässigen Beschlussinhaltes mit der Zulässigkeit der Frage der Aktionäre nach dessen wirtschaftlichem Hintergrund. Die Regelung ist auch hier keine Grenze, da der den Eigentümern des Unternehmens keine Beschränkung mehr abzuverlangen sei. Es an

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 und unverzichtbare Informationsbedürfnis den Eigentümern des Unternehmens zu versagen, nur weil die Firmenangestellten in dieser Form ihre Vergütung erhalten wollen, widerspricht dem Gesetz und ist zudem auch unverständlich.

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

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

sentlich beeinflusst sein muss und dem Vergleich mit den Vergütungssystemen eines unbelasteten Unternehmen auch bei Anlegung großzügiger Maßstäbe nicht genügen kann, liegt für die Aufsichtsratsmitglieder ein Verstoß gegen § 87 AktG vor.

#### 4.3.2 Unzulässige Exzessvergütung im Fall Mannesmann

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

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

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

Dennoch muss festgehalten werden, dass die genannten Aktienoptionsprogramme ihre Zustimmung auf der Grundlage ihrer mit Hilfe der Gerichte vor ihren Aktionären sorgfältig verteidigten Heimlichkeit und Komplexität genehmigt worden sind. Heimlichkeit und Komplexität haben erst die exzessiven Höhen mit der Möglichkeit der Vergütung von Hunderten von Millionen Mark Einkommen für die beteiligten Vorstandsvorsitzenden und anderen Vorstände eröffnet. Wären diese Summe und ihre mögliche Gegenleistungslosigkeit offen

gewesen.<sup>85</sup> Erst die Komplexität und Heimlichkeit der neuen Optionsprogramme haben diese Zahlen ermöglicht. Sie können daher auch nicht in Form des Marktvergleichs zur Rechtfertigung der Abfindungszahlung von zusätzlichen 32 Millionen DM an Esser herangezogen werden.

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

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

## 5. Die Rechtspolitik in der Vergütungsfrage

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

Die Regierungskommission Corporate Governance<sup>86</sup> hatte zwar erwogen vorzusehen, dass der Hauptversammlungsbeschluss zur Schaffung eines bedingten Kapitals zwecks Einräumung von Aktienoptionen (§ 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG) über die derzeit nach § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG vorgesehenen Angaben hinaus auch den Gesamtwert der Bezugsrechte oder die Grundlagen feststellen muss, nach denen dieser Wert errechnet wird. Sie hat sich dann aber letztlich gegen diesen Vorschlag ausgesprochen, da sie die Ansicht vertrat, dass sich Modellrechnungen zur Bestimmung des Wertes von Aktienoptionen nicht als Gegenstand eines Hauptversammlungsbeschlusses eignen. Ebenfalls hat sie den Vorschlag abgelehnt, durch gesetzliche Regelung einen Vorstandsbericht über den Gesamtwert der Bezugsrechte oder die Grundlagen, nach denen dieser Wert errechnet wird, vorzuschreiben, in den dann auch die weiteren Angaben gemäß § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG aufgenommen werden könnten.

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

chen 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 unterbreitet. Danach seien folgende Angaben über Aktienoptionsprogramme unabhängig von ihrer Durchführungsform im (Konzern-)Anhang zu machen:

- „- Eine generelle Beschreibung der einzelnen Programme mit wichtigen Eckdaten. Dazu zählen der Bezugskurs, ggf. Erfolgsziele, die Anzahl der Rechte, die Laufzeit, die Sperrfrist, Ausübungsbedingungen sowie der rechnerische Wert der Rechte bei Gewährung.
- Die Summe des insgesamt in der Periode aus den Programmen entstandenen Personalaufwands. Bestehen mehrere Programme, sind diese Angaben für die einzelnen Programme getrennt zu machen.
- Für jedes Programm ist die Anzahl der Optionsrechte und der durchschnittliche Bezugskurs getrennt für alle ausstehenden, ausübbareren, 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.“

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

Auf der Grundlage der Baums-Kommission wurde vom Bundesjustizministerium eine weitere Regierungskommission mit Namen „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ gebildet, die Anfang 2002 einen Deutschen Corporate Governance Kodex“ vorgelegt hat. Dieser sollte für

sein. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele soll ausgeschlossen sein. Die Vorteile aus dem Aktienoptionsplan müssen angemessen sein. Die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder eines vergleichbaren Vergütungssystems soll in geeigneter Form bekannt gemacht werden. Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden. Die Angaben sollen individualisiert erfolgen.“

Untersucht man die sich aus diesen Regelungen ergebenden Folgerungen etwa für einen so untragbaren Aktienoptionsplan wie denjenigen der DaimlerChrysler AG zeigt es sich verblüffenderweise, dass dieser mit den Kodex-Regelungen vereinbar ist und damit eine intransparente und leistungslose Erleichterung eines Weltunternehmens in Milliardenhöhe durch seinen Vorstand vom Kodex weiterhin als eine „gute Unternehmensführung“ angesehen wird. So ist zwar nach dem Kodex ein echtes Repricing ausgeschlossen, die Vergabe von Optionen zu stets sinkenden Ausübungspreisen jedoch zulässig und damit auch die in den Beispielrechnungen dargelegte Erzielung astronomischer Geldbeträge für einen Vorstand, der für das Unternehmen nichts geleistet hat.

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

Entscheidender und nicht zufälliger Fehler des Kodex ist jedoch, dass der Marktwert der Optionsprogramme, etwa in Form der Black-Scholes-Werte entgegen der eindeutigen und wiederholten Vorgabe der Regierungskommission nicht angegeben werden muss. Damit sind jedoch wie bisher Aktienoptionsprogramme ohne genaues Expertenwissen und ohne zusätzliche interne Daten aus dem Vergütungsgremium in ihren Kosten für das Unternehmen und die Aktionäre gänzlich unbrauchbar. Der tatsächliche Wert der gewährten Vergütung und ihres entscheidenden Anteils wird damit nicht transparent gemacht. Der Kodex erlaubt damit weiterhin die übliche, zäh vor Gericht verteidigte Heimlichkeit der Aktienoptionsprogramme und deren Ausplünderungswirkung. Dass ein solcher Kodex Vertrauen in das deutsche Corporate Governance System schaffen soll, ist nicht machbar, da es im Land der Erfolgsdruck

kommission 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 sogar weit hinter der selbst in den skandalerschütterten USA üblichen Transparenz zurück. Da das Vertrauen in eine Unternehmenskontrollstruktur jedoch vom Vertrauen in das Verhalten der Unternehmensspitze abhängt, kann es bei dieser durch die Kodexkommission zugelassenen Vergütungspraxis auch kein Vertrauen in den deutschen Kapitalmarkt geben. Im Ergebnis ist damit die Corporate Governance Kommission an der illoyalen Umsetzung in der Nachfolgekommision in dieser entscheidenden Frage gescheitert.

## 5.2 Rechtspolitische Schlussfolgerungen

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

Es ist daher nunmehr gesetzlich vorzusehen, dass im Anhang individualisiert und vollständig konsolidiert der Wert der gesamten Vergütung, der aus dem Unternehmen oder für Rechnung des Unternehmens den einzelnen Vorstandsmitgliedern aus welcher Quelle auch immer zugewandt wird, angegeben werden muss. Im Falle von Aktienoptionsprogrammen versteht es sich von selbst, dass auch deren nach anerkannten finanzmathematischen Verfahren ermittelter Vorsteuer- und Nachsteuerwert im Anhang anzugeben ist. Die Vor-

Da in den USA auch bessere Transparenz die dortigen Vergütungsexzesse nicht zu verhindern vermochte, sollte im bisher praktisch unbrauchbaren § 87 AktG die Vorstandsvergütung durch einen Bezug auf die Gehälter eines durchschnittlichen Arbeitnehmers begrenzt werden. Die durchschnittlichen Arbeitnehmerkosten betragen im Jahre 2001 in Deutschland 31 900 Euro. Nimmt man für Vorstände das 150fache als Vergütungsobergrenze, betrüge der höchstzulässige Verdienst 4,785 Millionen pro Jahr. Er bewegt sich damit noch in dem Bereich, in dem familienkontrollierte Unternehmen zur Zeit ihre Vorstandsvergütungen enden lassen und der historisch nur durch Aktienoptionspläne überschritten wurde. Über diesen Wert mag man noch im Einzelnen streiten. Angesichts der Vergütungsskandale ist die Einführung einer gesetzlichen Obergrenze unvermeidlich, will man nicht zulassen, dass weiter maßlose Gier den Kapitalmarkt schädigt, den Unternehmen eine verteuerte Eigenkapitalfinanzierung und den Bürgern einen Verlust an Arbeitsplätzen beschert.

## 6. Zusammenfassende Schlussbemerkungen

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

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 die sogar notwendige Verbesserungen der Integrität des amerikanischen Rechnungswesens bei der Verbuchung von Aktienoptionsplänen zu hintertreiben vermochten.

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

Als rechtspolitische Maßnahme wird vorgeschlagen, dass nunmehr gesetzlich vorgeschrieben wird, dass individualisiert und vollständig konsolidiert im Anhang der Wert der gesamten Vergütung, der aus dem Unternehmen oder für Rechnung des Unternehmens den einzelnen Vorstandsmitgliedern aus jeder Quelle zugewandt wird, angegeben werden muss. Im Falle von Aktienoptionsprogrammen ist der nach anerkannten finanzmathematischen Verfahren ermittelte Vorsteuer- und Nachsteuerwert im Anhang anzugeben. Die Vorschläge der Baums-Kommission und des Deutschen Standardisierungsrats zur Bilanzierung von Aktienoptionsplänen und ähnlichen Entgeltformen sind rechtlich

- Achleitner, A.-K.; Wichels, D. (2002): Stock-Option-Pläne als Vergütungsbestandteil wertorientierter Entlohnungssysteme, in: A.-K. Achleitner, P. Wollmert (Hrsg.), Stock Options, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 1-24
- Adams, M. (1989): Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, Die Aktiengesellschaft, S. 333-338
- Adams, M. (1990a): Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, Die Aktiengesellschaft, S. 63-78
- Adams, M. (1990b): Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer, Die Aktiengesellschaft, S. 243-252
- Adams, M. (1991): Eigentum, Kontrolle und Beschränkte Haftung, Nomos-Verlag, Baden-Baden
- Adams, M. (1994): Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland-AG“ – Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und Unternehmensrecht –, Die Aktiengesellschaft, S. 148-156
- Adams, M. (1997): Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997, Sonderheft Die Aktiengesellschaft, August 1997, S. 9-26
- Baums, T. (1997): Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, in: K.-P. Martens, H.P. Westermann, W. Zöllner (Hrsg.), Festschrift für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag, Carl Heymanns Verlag, Köln, S. 3-48
- Baums, T. (2001): Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M.; Walker, D.I. (2001): Executive Compensation in America: Optimal Contracting or Extraction of Rents? Harvard Discussion Paper No. 338, 11/2001
- Brealey, R.A.; Myers, S.C. (2002): Principles of Corporate Finance, McGraw Hill, New York, 7th ed.
- Brenner, M.; Sundaram R.K.; Yermack, D. (2000): Altering the Terms of Executive Stock Options, Journal of Financial Economics, Vol. 57 No. 1, S. 103-128
- Chance, D. M.; Kumar, R.; Todd, R.B. (2000): The Repricing of Executive Stock Options, Journal of Financial Economics, Vol. 57 No. 1, 129-154
- Coles, J.L.; Hoi, C.K. (2001): New Evidence on the Market for Directors: Board Membership and Pennsylvania Senate Bill, Arizona State University, College of Business, Working Paper
- Core, J.E.; Holthausen R.W.; Larcker, D. (1999): Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, Journal of Financial Economics, Vol. 51 No. 3, S. 371-406
- Diefenbach, R.; Rath, P. (2000): Welche Vergütungen GmbH-Geschäftsführer erhalten, BBE,  
Verlag

- Gerety, M., Hoi, C.; Robin, A. (2001): Do Shareholders Benefit from the Adoption of Incentive Pay for Directors, *Financial Management*, Vol. 30 No. 4, S. 45-61
- Graef, S. (1993): *In Search of Excess*, Norton
- Haarmann, W. (2002): Bilanzierungsfragen bei der Vergütung durch Stock Options in Deutschland, in: A.-K. Achleitner, P. Wollmert (Hrsg.), *Stock Options*, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 119-147
- Hall, B.J.; Murphy, K.J. (2000): *Stock Options for Undiversified Executives*, Harvard Business School, Working Paper
- Hansmann, H. (1996): *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge
- Hefermehl, W. (1973/74): Bearbeiter Vorbemerkung zum Vierten Teil (Die Verfassung der Aktiengesellschaft, §§ 76-147), §§ 76-94 und 139-147, in: E. Geßler, W. Hefermehl, U. Eckardt, B. Kropff (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, Band II, §§ 76-147, Verlag Vahlen, München
- Hermalin, B.E. (1998): Toward an Economic Theory of Leadership: Leading by example, *The American Economic Review*, Vol. 88 No. 5, December 1998, S. 1188-1206
- Hoffmann-Becking, M. (1999): Gestaltungsmöglichkeiten bei Anreizsystemen, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 797-804
- Holmström, B.; Milgrom, P. (1991): Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design, *The Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 7, Spring 1991, S. 24-52
- Holmström, B.; Milgrom, P. (1994): The Firm as an Incentive System, *American Economic Review*, Vol. 84, S. 972-991
- Holmström, B.; Roberts, J. (1998): The Boundaries of the Firm Revisited, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12 No. 4, Fall 1998, S. 73-94
- Horn, N. (2000a): Rechtsfragen internationaler Unternehmenszusammenschlüsse, in: T. Baums, K.J. Hopt, N. Horn (Hrsg.), *Festschrift für Richard M. Buxbaum*, Corporations, Capital Markets and Business in the Law, Kluwer Law International, The Hague, S. 315-337
- Horn, N. (2000b): Verträge über internationale Unternehmenszusammenschlüsse, in: U.H. Schneider, P. Hommelhoff, K. Schmidt, W. Timm, B. Grunewald, T. Drygala (Hrsg.), *Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag*, Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, S. 1113-1131
- Hüffer, U. (1997): Aktienbezugsrechte als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern und Mitarbeitern – gesellschaftsrechtliche Analyse, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, S. 214-245
- Hüffer, U. (1999): *Kommentar zum Aktiengesetz*, 4. Auflage, C.H. Beck, München
- Jensen, M. (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, Vol. 48 No. 3, S. 831-880

- Kramarsch, M. (2000): Aktienbasierte Managementvergütung, Finanzbetrieb Beilage, kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, Nr. 2/2001 zu Heft 3/2001, S. 49 ff.
- Krieger, G. (1999): Bearbeiter §§ 55-63 und 68-73, in: M. Hoffmann-Becking (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, Aktiengesellschaft, 2. Auflage, C.H. Beck, München
- Lazear, E.; Rosen, S. (1981): Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts, *Journal of Political Economy*, Vol. 89 No. 5, S. 841-864
- Löwe, C.; Sieber, U.D. (2002): Erfahrungen mit dem Einsatz von Stock-Option-Plänen, in: A.-K. Achleitner, P. Wollmert (Hrsg.), *Stock Options*, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 45-58
- Lorsch, J.W.; MacIver, J. (1989): *Pawns and Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston
- Lutter, M. (1997): Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997, Sonderheft Die Aktiengesellschaft, August 1997, S. 52-57
- Lutter, M. (1999): Kurkommentar zu OLG Braunschweig, Urt. v. 29.7.1998 – 3 U 75/98, in: *Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht – Kurzkomentare*, S. 195f.
- MacBeth, J.D.; Merville, L.J. (1979): An empirical Examination of the Black-Scholes Call Option Pricing Model, *Journal of Finance*, Vol. 34, S. 1173-1186
- Marshall, A. (1947): *Principles of Economics*, 8. Aufl., Macmillan, New York
- Mertens, H.-J. (1989): Bearbeiter in: W. Zöllner (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 2, §§ 76-117, 2. Auflage, Carl Heymanns Verlag, Köln
- Meyer-Landrut, J. (1973): Bearbeiter §§ 76-92, 94-115 u. 117, in: C.H. Barz u.a. (Hrsg.), *Aktiengesetz, Großkommentar*, Band 1, 2. Halbband §§ 76-147, 3. Auflage, De Gruyter, Berlin
- Milgrom, P.R.; Roberts, J. (1992): *Economics, Organization, and Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs
- Monks, R.; Minow, N. (2001): *Corporate Governance*, Blackwell Publishers, Oxford
- Murphy, K.J. (1999): Executive Compensation, in: O. Ashenfelter, D. Card (Hrsg.), *Handbook of Labor Economics*, North Holland, Amsterdam
- O'Reilly, C.A.; Wade, J.; Pollock, T. (1996): *Overpaid CEO's and Underpaid Managers: Equity and Executive Compensation*, Stanford University, GSB Research Paper No. 1410
- Pellens, B.; Crasselt, N. (2002): Bilanzierung virtueller Aktienoptionsprogramme aus finanzwirtschaftlicher Sicht, in: A.-K. Achleitner, P. Wollmert (Hrsg.), *Stock Options*, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 173-191
- Peltzer, M. (2000): Wider den "Greed" – Betrachtungen zu §§ 86 und 87 AktG; in: U.H. Schneider, P. Hommelhoff, K. Schmidt, W. Timm, B. Grunewald, T. Drygala (Hrsg.), *Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag*, Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, S. 571-588
- Perry, T.; Zenner, M. (2000): CEO Compensation in the 1990's: Shareholder Alignment or

- Rosen, S. (1983): The Economics of Superstars: Reply, *American Economic Review*, Vol. 73 No. 3, S. 460-462
- Rubinstein, M. (1985): 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*, Vol. 40 No. 2, S. 455-480
- Schätzle, R. (2002): Sind Manager ihr Geld wert? Wie wertorientierte Unternehmensführung funktioniert, FAZ-Verlag, Frankfurt
- Scherer, F.M. (2001): An Early Application to the Total Cost Concept, *Journal of Economic Literature*, Vol. 39 No. 3, S. 897-901
- Schizer, D.M. (2000): Executives and Hedging: The Fragile Legal Foundation of Incentive Compatibility, *Columbia Law Review*, Vol. 100 No. 2, S. 444 ff.
- Schmitt, G. (1968): Begrenzung der Aufsichtsratsvergütung?, *Der Betrieb*, S. 1545-1548
- Semler, J. (1995): Leistungs- und erfolgsbezogene Vorstandsvergütungen, in: G. Förtschle, K. Kaiser, A. Moxter (Hrsg.), *Festschrift für Wolfgang Dieter Budde, Rechenschaftslegung im Wandel*, C.H. Beck, München
- Strickland, D.; Wiles, K.W.; Zenner, M. (1996): A Requiem for the USA: Is small Shareholder monitoring effective?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 No. 2, S. 319-338
- Tänzer, A. (2000): Aktuelle Geschäftsführervergütung in der kleinen GmbH, *GmbH-Rundschau*, S. 596-598
- Tegtmeier, S. (1998): Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in Publikumsaktiengesellschaften, Lang, Frankfurt a.M.
- Towers Perrin (1997): *Worldwide Total Remuneration Report*, Towers Perrin
- Weiß, D. (1999): *Aktionsoptionspläne für Führungskräfte*, Schmidt, Köln
- Wenger, E. (1997): Stellungnahme zur Aktienrechtsreform 1997, *Sonderheft Die Aktiengesellschaft*, August 1997, S. 57-64
- Wenger, E.; Knoll, L.; Kaserer, C. (1999): *Stock Options*, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 28. Jg., S. 35-38
- Wollmert, P.; Hey, J. (2002): Bilanzierung von Stock Options nach internationalen Grundsätzen (US-GAAP und IAS), in: A.-K. Achleitner, P. Wollmert (Hrsg.), *Stock Options*, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 149-172
- Wulff, W. (2000): *Aktionsoptionen für das Management – Deutsches und Europäisches Recht*, Carl Heymanns Verlag, Köln
- Zeidler, F. (1998): *Aktionsoptionspläne – nicht nur für Führungskräfte – im Lichte neuester Rechtsprechung*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 789-799

## Management Compensation –

*The Cases of Mannesmann and DaimlerChrysler (Summary)*

without ever receiving an equivalent in form of an increase in shareholder value. By using evidence from existing stock option plans and the example of DaimlerChrysler AG, the paper presented shows that these compensation schemes are not so much improving incentives in a principal-agent framework rather than exploitation tools. Legal and economic analysis come to the conclusion that the observed cases of excess compensation result from defective corporate governance mechanisms. A comparison to firms working under efficient private control like BMW AG shows much lower compensation levels than in companies without strong private shareholders. The observed extreme income levels of board members are not the result of global competition for talented managers which could be explained by the theory of superstars, but the result of self serving executives who profit from a lack of shareholder control.

## Management Compensation – The Cases of Mannesmann and DaimlerChrysler (Summary)

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