

Schwerpunkt Stock Option Watch

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Sonderteil ZEWnews · Dezember 2004

Welche Auswirkungen Aktienoptionsprogramme haben, wird in den ersten drei Beiträgen der vierten Ausgabe des Stock Option Watch ausführlich behandelt. Koeberle-Schmid (Union Investment) stellt die Kriterien vor, nach denen Union Investment Aktienoptionsprogramme aus Aktionärssicht bewertet. Prof. Dr. Gillenkirch (Universität Göttingen) unterwirft danach diese und ähnliche Bewertungsmaßstäbe einer kritischen Ana-

lyse. Filbert und Kramarsch (Towers Perrin) erweitern die Thematik durch einen Blick auf die aktuelle Marktpraxis. Dr. Meyer (Deutsche Bank) untersucht die neuen europäischen Vorschriften zur Transparenz von Directors' Dealings.

*Dr. Erik Lüders (Université Laval) und
Dr. Michael Schröder (ZEW)*

Bewertung von Aktienoptionsprogrammen

Aktienoptionsprogramme (AOP) sind heute ein weit verbreiteter Bestandteil der Managervergütung. Von den Dax 30 respektive EuroStoxx 50 Unternehmen verteilen 26 beziehungsweise 46 Gesellschaften Aktienoptionen. Das erklärte Ziel lautet: Vorstände, Top-Manager und Mitarbeiter rekrutieren, motivieren sowie den Prinzipal-Agenten-Konflikt mildern. Letztendlich erhoffen sich die Initiatoren von AOP eine Steigerung des Shareholder Values. Zwei bis heute einzigartige Studien der Fondsgesellschaft Union Investment zeigen, dass die meisten AOP allerdings immer noch mangelhaft ausgestaltet sind und die erklärten Ziele verfehlt werden. In vielen Fällen erhöhen die Programme das Managereinkommen auf Kosten der Aktionäre, ohne die genannten Ziele zu erreichen.

Benchmark: Optimales Aktienoptionsprogramm

Ob AOP grundsätzlich als langfristig ausgerichtetes leistungsabhängiges Entlohnungssystem mit externer Bemessungsgrundlage geeignete Anreize zur Steigerung des Shareholder Values setzen, hängt von ihrer qualitativen und

quantitativen Ausgestaltung ab. Daher hat Union Investment aus Aktionärssicht einen Katalog von anspruchsvollen Qualitätsmaßstäben definiert.

Angemessenes Eigeninvestment: Ein optimales AOP muss mit jeder ausgegebene Option ein hohes Eigeninvestment verbinden. AOP ohne Eigeninvestment verleiten den Manager zu risikoreichen Entscheidungen. Bei AOP mit Eigeninvestment wird der Manager an den unternehmerischen Risiken beteiligt.

Anspruchsvolle Renditeziele: Die Ausübung der Optionen muss sowohl an ein relatives als auch an ein absolutes Renditeziel geknüpft sein. Beim relativen Renditeziel ist eine unternehmensspezifische Benchmark zu bevorzugen, die langfristig übertroffen werden muss. Dadurch lassen sich ungerechtfertigte Windfall Profits verhindern. Das absolute Renditeziel soll sich auf mindestens 8 Prozent pro Jahr belaufen. Nur bei Erwirtschaftung einer angemessenen Risikoprämie gegenüber den Renditen von Anleihen ist eine zusätzliche Belohnung des Managers angemessen. Durch die Kombination der beiden Renditeziele wird gewährleistet, dass nur überragende Leistung finanziell belohnt wird.

Gezielter Einsatz: Vorstand und Top-Management sollen von einem nichtübertragbaren AOP im angemessenen Maß profitieren. Diese Entscheidungsträger beeinflussen durch strategische Weichenstellungen den Aktienkurs signifikant. Auch aus dem Grund des Aktionärsschutzes soll ein optimales AOP eine maximale potenzielle Verwässerung von einem Prozent nicht überschreiten.

Gewinnmindernde Bilanzierung: Aktienoptionen müssen nach einer gängigen Fair Market Value Methode bewertet und als Personalaufwand über die Sperrfrist verrechnet werden, wie es laut IFRS 2 ab 2005 gefordert wird. Nur dadurch werden die Kosten des AOP transparent.

Weitere wichtige Aspekte: Schlussendlich bedarf es einer detaillierten Ausgestaltung verschiedener Faktoren. Um langfristig Anreize zu setzen, soll die Laufzeit mehr als fünf Jahre, die Sperrfrist mindestens drei Jahre mit anschließender gestaffelter Ausübung betragen. Außerdem gilt es, das Insiderproblem teilweise durch fest definierte Ausübungsfenster zu entschärfen. Um die Angemessenheit des Vergütungssys-

tems zu gewährleisten, darf eine Gewinndeckelung (Cap) für alle ausgegebenen Optionen nicht fehlen. Ein Repricing muss verboten sein, denn sonst wird die Anreizwirkung verringert und der Aktionär übervorteilt. Kursschwankungen sollen durch einen mindestens 20tägigen Durchschnitt der Aktienschlusskurse geglättet werden. Schließlich soll das AOP verständlich, vollständig und transparent erläutert werden.

Rating und Ranking

Ein optimales AOP würde von Union Investment nach dem Schulnotensystem mit der Note 1,0 bewertet werden. Folglich sind alle AOP mit einer Durchschnittsnote von besser als 2,0 qualitativ hochwertig und quantitativ angemessen ausgestaltet und setzen deshalb langfristige, hohe und wirksame Anreize zur Steigerung des Shareholder Values. Bei AOP mit einer Bewertung von schlechter als 2,5 werden diese Ziele dagegen weitgehend verfehlt.

Das Rating der AOP der EuroStoxx50 Unternehmen offenbart eine starke Spreizung zwischen gut und schlecht bewerteten Programmen. Jene von BASF, Unilever, E.on, Bayer, Allianz und Münchener Rück zählen zu den gut bewerteten Programmen. Der Durchschnitt liegt bei 3,6 und lässt darauf schließen, dass viele Programme wichtige Qualitätsmerkmale verfehlen und somit keine Anreize setzen.

Im Ländervergleich schneiden die AOP deutscher Unternehmen im EuroStoxx50 mit durchschnittlich 3,0 am Besten ab. Italienische und französische AOP sind für die Manager ein Free Lunch auf Kosten der Aktionäre, denn die Durchschnittsbewertung liegt bei 3,6 respektive 4,2. Von den zwölf Schlusslichtern sind neun Programme französischen Ursprungs. Grund hierfür ist die intransparente und unambitionierte Ausgestaltung.

Spitzenbewertung: BASF, Schlusslichter: Alcatel und SAP

Vor allem das Programm der BASF kommt einem optimalen AOP sehr nahe. Nur wenn die BASF-Manager jeweils eine Aktie aus eigenen Mitteln finanzieren, erhalten sie vom Unternehmen vier Optionen. Außerdem muss der DJ Global Chemicals Index übertroffen werden. Allerdings wird lediglich eine absolute Rendite von 3,3 Prozent pro Jahr gefordert, wodurch BASF das von Union Investment gesetzte Renditeziel deutlich verfehlt. Das Programm ist mit einer maximalen Verwässerung von 0,7 Prozent erfreulich klein dimensioniert. Die Optionen werden zum Fair Value bewertet und über die Sperrfrist aktiviert. Die Laufzeit beträgt acht Jahre, die Sperrfrist zwei. Lange negative Ausübungsfenster, ein Cap und eine sehr transparente Darstellung runden das positive Bild ab.

Am Ende des Rankings sind Unternehmen wie Alcatel zu finden, die auch bei Nachfragen kaum Informationen über ihr AOP veröffentlichen. Dementsprechend ungünstig fiel die Bewertung aus. Das AOP von SAP reiht sich in die schlecht bewerteten Programme der meisten Technologieunternehmen ein. So wird bei SAP kein Eigeninvestment gefordert. Lediglich ein absolutes Renditeziel von 1,9 Prozent pro Jahr muss erreicht werden. Solch eine Rendite auf Sparbuchniveau kann für Aktionäre nicht als angemessenes Renditeziel gelten. Zudem ist das Programm mit einer maximalen Verwässerung von 4,4 Prozent unangemessen groß. Die Optionen werden mit der Gießkanne an alle Mitarbeiter verteilt, wobei ein Cap nur für den Vorstand gilt.

Fazit: Ein qualitativ und quantitativ optimales Programm setzt anspruchsvolle, langfristige und wirksame Anreize an den Manager. Bevor ein Unternehmen ein qualitativ schlechtes und zu umfangreiches Programm auflegt bzw. weiterführt, sollte es andere Instrumente der Managervergütung in Betracht ziehen.

Die Union Investment Studien „Aktienoptionsprogramme der Dax-Unternehmen 2004“ und „Employee Stock Option Programmes of the EuroStoxx50 Companies 2004“ können unter www.union-investment.de → „Presse“ eingesehen werden.

Alexander Koeberle-Schmid

Stock Option-Tuning

Zahlreiche Unternehmen haben in der jüngsten Zeit ihre Aktienoptionsprogramme kritisch überprüft. Als Reaktion auf die massive öffentliche Kritik setzten einige Gesellschaften auf „Stock Option-Tuning“: Sie veränderten die Gestaltung der Aktienoptionsprogramme, um es für das Management schwieriger zu machen, (hohe) Ausübungsgewinne zu erzielen. Andere wie Microsoft, Daimler Chrysler oder Deutsche Telekom haben die Abkehr von Stock Options bereits verkündet. Die sinkende Beliebtheit von Stock Options ist freilich nicht gleichbe-

deutend mit der Aufgabe der Aktienkursorientierung als solche; auch zukünftig werden Bonuszahlungen von der Aktienentwicklung abhängen. Vielfach werden (wie im Falle Microsoft) Aktienoptionen schlicht durch Aktien ersetzt.

Ein prominentes Beispiel für die jüngere Entwicklung in der Gestaltung von Stock Options geben die Bewertungen der Union Investment Studie 2004 (siehe Artikel Seite 1). Positiv bewertet wurden unter anderem mehr Eigeninvestment (die Schulnote Eins gab es für das Halten einer Aktie des eigenen Unter-

nehmens durch den Manager pro an ihn ausgegebener Option), ein hohes absolutes Renditeziel (eine Eins gab es für ein Renditeziel über 8 Prozent pro Jahr) und ein geringer Umfang des gesamten Programms (eine Eins gab es für Optionsrechte auf weniger als 1 Prozent der Aktien). Positiv zur Bewertung des Programms trugen zudem sogenannte „Randfaktoren“ bei, so beispielsweise eine Deckelung der erzielbaren Ausübungsgewinne und kombinierte Ausübungshürden über eine Koppelung des absoluten mit einem relativen Rendite-

ziel (beispielsweise der Entwicklung eines Vergleichsindex). Die Anpassung der Aktienoptionsprogramme hin zu ambitionierteren Ausgestaltungsformen ist primär auf die öffentliche Kritik an der Angemessenheit vorangegangener Programme zurückzuführen: Manager sollen sich nicht weiter „ungerechtfertigt bereichern“ können, das heißt Ausübungsgewinne erzielen, ohne die Leistung erbracht zu haben, die diesen Gewinnen „angemessen“ erscheint.

Anreizwirkungen von Stock Options

In der wissenschaftlichen Auseinandersetzung stehen die Anreizwirkungen von Stock Options im Vordergrund: Akzeptable Aktienoptionsprogramme haben positive Anreizwirkungen, die Wertsteigerungen erwarten lassen, welche die Kosten der Optionen aufwiegen. Dass solche Programme immer auch zu „ungerechtfertigten“ Ausübungsgewinnen führen, ist unausweichlich. Anreizwirkungen von Stock Options werden in zweierlei Hinsicht untersucht: Zum einen wird analysiert, welche Leistungsanreize von Optionen oder alternativen Vergütungsformen, insbesondere Aktien, ausgehen. Zum zweiten wird untersucht, welche entscheidungssteuernde Wirkung Stock Options haben. Leistungsanreize werden vereinfachend über die Motivation des Managers abgebildet, produktive Anstrengungen zu erbringen. Hier unterstützen die Ergebnisse überwiegend eine Abkehr von Stock Options. So erweisen sich in der Analyse von Feltham/Wu (2001) Aktien als das geeignetere Motivationsinstrument gegenüber Optionen. Der Grund liegt in dem Verlustrisiko der Aktien relativ zu ihrem Kurs bei Begebung, das bei Optionen nicht bzw. nur in geringerem Maße vorhanden ist, und das tendenziell besser geeignet ist, um Anstrengungen zu induzieren. Die entscheidungssteuernden Wirkungen von Stock Options lassen sich zunächst am grundlegenden Kriterium der Anreizkompatibilität messen: Eine erfolgsorientierte Vergütung ist anreizkompatibel, wenn der begünstigte Manager durch seine unternehmerischen Entscheidungen dann – und nur dann – einen finanziellen Vorteil erzielt, wenn dies auch für die Eigner gilt. Diese zu-

nächst sehr unscheinbare Bedingung hat weit reichende Implikationen. Zunächst schließt sie jede Begrenzung der erfolgsabhängigen Vergütung aus. Obergrenzen der Entlohnung sind also abzulehnen, und auch der Verlustausschluss der Stock Options verletzt Anreizkompatibilität. Andererseits verlangt Anreiz-



kompatibilität eine stärkere Beteiligung an Gewinnen als an Verlusten, wenn davon auszugehen ist, dass Manager bei symmetrischer Beteiligung unternehmerische Risiken zu sehr scheuen; dies wiederum spricht für Stock Options. Allerdings ist die „Dosierung“ entscheidend: Je geringer die Wahrscheinlichkeit ist, dass die Optionen im Geld enden (das heißt je höher die Ausübungshürde gewählt wird), desto eher schlägt ein ohne Stock Options zu konservatives Managerverhalten in ein mit Stock Options zu waghalsiges Verhalten um. Anders als Aktien aber sind Stock Options grundsätzlich dazu geeignet, Entscheidungen des Managements im Sinne der Anteilseigner zu steuern.

Folgen „ambitionierterer“ Aktienoptionsprogramme

Ambitionierte absolute und relative Ausübungshürden, so die verbreitete Ansicht, tragen zu einer Verbesserung eines Aktienoptionsprogramms bei. Aus Anreizgesichtspunkten hingegen sind zu ambitionierte Hürden äußerst problematisch. So zeigt Arnold (2004), dass Optionen zwangsläufig Fehlanreize verursachen, wenn die absoluten oder relativen Renditeziele eines Aktienoptionsprogramms so festgelegt werden, wie dies

durchgängig gefordert wird. Man stelle sich vor, ein Manager habe die Wahl, operative Cashflows in Realinvestitionsprojekte zu reinvestieren oder aber risikolos anzulegen. Aus Sicht der Eigentümer ist die Investition dann vorteilhaft, wenn ihr Marktwert über dem der risikolosen Anlage liegt. Muss der Manager

hingegen ein absolutes Renditeziel übertreffen, das über dem risikolosen Zins liegt, so wird auch eine riskante Investition mit negativem Marktwert der risikolosen Geldanlage vorgezogen, wenn sie nur mit ausreichend hoher Wahrscheinlichkeit die geforderte Rendite übertrifft. Ähnliches gilt für ambitionierte relative Renditeziele, die ebenfalls strikte Fehlanreize verursachen.

Ein Mindest-Eigeninvestment jedes Managers zu verlangen, erscheint im Grundsatz sinnvoll: Die Forderung läuft auf eine Kombination von Aktie und Option hinaus, welche unter relativ allgemeinen Bedingungen tatsächlich als geeignet zur Steuerung von Investitionsentscheidungen erscheint (vgl. Arnold 2004). Die optimale Höhe des Eigeninvestments hingegen ist nicht allgemein festlegbar. Mit Sicherheit gilt nicht, dass mehr Aktien pro ausgegebener Option immer besser sind. Die Forderung nach einer Deckelung von Ausübungsgewinnen schließlich ist ein klarer Verstoß gegen das Grundprinzip der Anreizkompatibilität: Ein Aktienoptionsprogramm wird nicht dadurch anreizkompatibel, dass man als Reaktion auf das begrenzte Verlustpotenzial auch das Gewinnpotenzial beschneidet.

Ein weithin vernachlässigter Problembereich, der in Aktienoptionsprogram-

men nur selten und nur unzureichend berücksichtigt wird, ist der Einfluss von Stock Options auf Finanzierungs- und Ausschüttungsentscheidungen. So ist beispielsweise die Mehrzahl aller Aktienoptionsprogramme nicht dividendengeschützt: Manager erhalten keinerlei Kompensation, wenn sie Dividenden ausschütten und der Wert ihrer (noch nicht ausgeübten) Optionen infolge dessen sinkt. Resultat ist eine starke Abneigung von Managern gegen Dividendenausschüttungen. Das Problem lässt sich allerdings nicht so einfach lösen: Jede Form der Kompensation für Ausschüttungen (des Dividendenschutzes) ist mit ihren eigenen Problemen behaftet. Aktienoptionsprogramme implizieren also in aller Regel spezifische Anreizwirkungen bezüglich Ausschüttungsentscheidungen. Ähnliches gilt für alle anderen Finanzierungsentscheidungen. Ob diese Anreizwirkungen gewollt oder wenigstens bekannt sind, ist zu bezweifeln; hier besteht noch großes „Tuning-Potenzial“.

Einfluss der Rahmenbedingungen

Gegenwärtig zeichnet sich eine Rückkehr zu gewinnbasierten Entlohnungsformen ab, also zu jenen Vergütungskonzepten, die man einst zugunsten der aktienkursorientierten Vergütungen aufgab. Ein häufig vorgebrachtes Argument für die Gewinnorientierung ist die angeblich geringere Anfälligkeit gegen Manipulationen, da diese sich im Gewinn ja irgendwann wieder ausgleichen würden. Solch ein Argument wäre nur stichhaltig, wenn man davon ausginge, dass sich geschönte Bilanzen unmittelbar in Kursgewinnen, die späteren bilanziellen Korrekturen aber nicht in Aktienkursen niederschlagen. Das Kernproblem ist ohnehin ein anderes und „biologisch“ bedingt: Es liegt im relativ kurzen Zeithorizont eines Managers. Diesen zu verlängern – sei es über eine „Bonus-Bank“ oder durch längere Laufzeiten und Sperrfristen in Stock Options, ist das wichtigste Mittel zur Entschärfung der Manipulationsproblematik. Darüber hinaus gilt

es dann, die relativen Vorteile der Bemessungsgrundlagen Gewinn und Aktienkurs abzuwägen. Vergessen wird dabei häufig, dass die Qualität der Vergütungsform Stock Options wie die jeder anderen aktienkursorientierten Vergütung vor allem im Prozess der Bildung des Aktienkurses und all seinen Determinanten (wie Publizitätsanforderungen, Kapitalmarktorganisation oder Börsenaufsicht) begründet liegt.

Prof. Dr. Robert M. Gillenkirch

Literatur:

Feltham, G.A./Wu, M.G.H. (2001): Incentive Efficiency of Stock versus Options. *Review of Accounting Studies*, 6, 7-28.
 Arnold, M. (2004): Anreizwirkungen von Stock Options – Eine agency-theoretische Analyse von Motivations-, Investitions- und Diversifikationsproblemen. Diss. TU Clausthal.
 Arnold, M./Gillenkirch, R. (2005): Stock Options and Dividend Protection. *Erscheint in Journal of Institutional and Theoretical Economics*.

Long-Term Incentives in Deutschland

Im Rahmen wertorientierter Unternehmenssteuerung hat es sich als zweckmäßig erwiesen, die aus dem grundsätzlichen Interessenkonflikt zwischen Top-Management und den Kapitalgebern resultierenden Nachteile mit Hilfe erfolgsorientierter Anreizsysteme auszugleichen. Ein Beispiel für derartige Anreizsysteme sind so genannte Long-Term Incentives (LTIs) für Führungskräfte und Mitarbeiter. Ungeachtet der dazu kontrovers geführten öffentlichen Diskussion haben langfristige Vergütungsbestandteile bei deutschen Unternehmen in den letzten Jahren eine immer größere Bedeutung erlangt. Derzeit verfügen beispielsweise 29 von 30 Dax-Unternehmen über eine oder mehrere solcher Vergütungskomponenten. Besonders für international tätigen Unternehmen sind LTIs oft die einzige Vergütungskomponente, die weltweit einheitlich gestaltet ist und so die Fokussierung der Füh-

rungskräfte auf den Erfolg des gesamten Unternehmens und damit auch die Ausprägung einer auf Unternehmensebene homogenen Leistungskultur unterstützen. Unternehmen, die über keine vergleichbaren Vergütungsinstrumente verfügen, haben bei der Gewinnung und Bindung von Top-Führungskräften und -talenten spürbare Nachteile.¹

Zwischen Corporate Governance und Investoren-Forderungen

Mit der Etablierung langfristiger, meist aktienbasierter Vergütungsinstrumente in Deutschland ist auch das Interesse der Öffentlichkeit und speziell der Anleger an solchen Instrumenten gestiegen. Bilanzskandale und zum Teil deutlich überhöhte Vergütungsvolumina – vor allem in den USA – haben dazu geführt, dass aktienbasierte Vergütungsbestandteile auch von denjenigen immer kritischer be-

trachtet werden, deren Interessen durch solche Instrumente eigentlich gestärkt werden sollen, den Aktionären.

So sollen mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) Regeln zur Unternehmensleitung und -kontrolle für Investoren transparent gemacht werden, um so das Vertrauen der Kapitalmärkte in deutsche Gesellschaften zu stärken. Unter anderem werden auch Anregungen und Empfehlungen zur Vergütung von Vorstandsmitgliedern gemacht, die die Ausgestaltung und Transparenz langfristiger Vergütungskomponenten einschließen. Hinsichtlich der Ausgestaltung von variablen Vergütungsprogrammen empfiehlt der Kodex, dass diese Programme einmalige sowie jährlich wiederkehrende, an den geschäftlichen Erfolg gebundene Komponenten und auch solche mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter enthalten. Aktienoptionen und vergleichbare Vergü-

tungselemente sollen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sein. Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter ist auszuschließen. Für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbaren. Zudem sollen die Grundzüge des Vergütungssystems sowie die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter auf der Internetseite der Gesellschaft in allgemein verständlicher Form bekannt gemacht und im Geschäftsbericht erläutert werden. Hierzu zählen auch Angaben zum Wert von Aktienoptionen. (DCGK-Abschnitt 4.2.3).

Demgegenüber haben institutionelle Anleger wie auch Vertreter von Kleinaktionären, zum Beispiel Union Investment oder die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), eigene Anforderungskataloge entwickelt, anhand derer sie die Qualität aktienbasierter Vergütungsinstrumente messen. Zu den wichtigsten Elementen zählen dabei die Forderung nach:

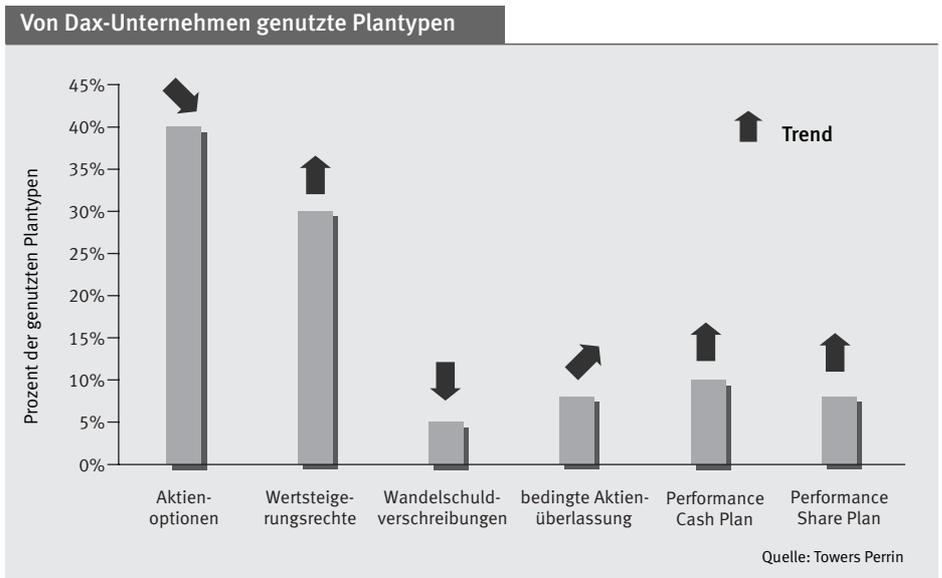
- **absoluten und relativen Erfolgszielen** wie zum Beispiel die Kurssteigerung des Unternehmens oder Kurssteigerungen im Vergleich zu einem Index,
- **einem Eigeninvestment der Berechtigten**, so dass auch die Berechtigten analog zu den Aktionären – im Risiko stehen,
- **Mindestlaufzeiten und Sperrfristen**, um so die langfristige Ausrichtung aktienbasierter Vergütungsinstrumente zu gewährleisten,
- **Gewinnkappung** bei außerordentlichen Entwicklungen,
- **Transparenz** hinsichtlich der bilanziellen Belastung und der genauen Planparameter,
- **Begrenzung des Umfangs** aktienbasierter Vergütungskomponenten, um so die Verwässerung des Ergebnisses und den zu bilanzierenden Personalaufwand zu begrenzen.

Die aktuelle Marktpraxis

Von den 30 Dax-Unternehmen gewähren derzeit 40 Prozent Aktienoptionen, 30 Prozent Wertsteigerungsrechte

und 5 Prozent Wandelschuldverschreibungen. Daneben verwenden ein Zehntel Performance Cash-Pläne und jeweils 8 Prozent Restricted Stocks (bedingte Aktienüberlassung) sowie Performance Shares. Obwohl somit immer noch drei Viertel der Unternehmen eine Form von Optionen gewähren, ist im Vergleich zu

Mit 53 Prozent wird dabei am häufigsten der Vergleich einem breiten Marktindex gewählt. Ein Drittel der Unternehmen wählt den Vergleich mit einem etwas engeren Branchenindex und weitere 14 Prozent greifen auf eine individuelle, aus den wesentlichen Wettbewerbern zusammengestellte, Peer Group zurück.



den vergangenen Jahren ein deutlicher Trend hin zu rein aktienbeziehungswise kennzahlenbasierten Modellen zu verzeichnen. Auch immer mehr nichtbörsennotierte Unternehmen gewähren Long-Term Incentives in Form so genannter Phantom Pläne, die in der Regel auf die Entwicklung des Unternehmenswerts abstellen.²

Ein Drittel der LTI-Pläne verwenden eine Kombination von absoluten und relativen Erfolgszielen, 7,5 Prozent sogar eine Kombination aus absoluten, relativen und kennzahlenbasierten Erfolgszielen. Von den Unternehmen, die nur ein Erfolgsziel verwenden, verwenden 22,5 Prozent Premium Priced Options, jeweils 13 Prozent nur relative beziehungsweise nur kennzahlenbasierte und 7,5 Prozent nur absolute Erfolgsziele.

Bei absoluten Erfolgszielen wird in nahezu allen Fällen der Aktienkurs als Bemessungsgrundlage herangezogen, in den restlichen 5 Prozent der Pläne dient der Total Shareholder Return (TSR) als Maßstab. Bei relativen Erfolgszielen überwiegt mit 67 Prozent der Pläne zwar auch der Aktienkurs, allerdings wird hier bei einem Drittel deutlich häufiger der TSR herangezogen.

35 Prozent der verwendeten Plandesigns der Dax-Unternehmen sehen eine Laufzeit von mindestens fünf Jahren vor. Sie sind damit marktdominierend. Kürzere Laufzeiten werden in Summe nur von etwa 17,5 Prozent der Unternehmen verwendet. Diese sind in der Regel bei Performance Cash und Performance Share Plänen anzutreffen.

Neue Bilanzierungsvorschriften nach IFRS und US-GAAP

Im Februar 2004 hat das International Accounting Standard Board (IASB) mit IFRS 2 zum ersten Mal einen Standard zur Bilanzierung aktienbasierter Vergütung herausgegeben, der ab Januar 2005 gilt. Ende März 2004 hat auch das Financial Accounting Standards Board (FASB) – zuständig für US-GAAP – Vorschläge für eine Überarbeitung des bisherigen Standards SFAS 123 herausgegeben. Dem entsprechend müssen Aktienoptionen zukünftig zum Fair Value am Tag der Gewährung bilanziert werden. Kommt es zum Beispiel wie bei Wertsteigerungsrechten zu einer Bedienung in Bargeld, ist sowohl nach IFRS als auch nach US-GAAP zum Fair Value an je-

dem Bilanzstichtag zu bilanzieren. Für deutsche Unternehmen sind diese Veränderungen insofern von Bedeutung, als aufgrund der EU-Ministerratsentscheidung vom Juni 2002 sämtliche börsennotierte Gesellschaften mit Sitz in der EU ihren Konzernabschluss spätestens ab 2005 nach IFRS aufzustellen haben.

Interessante Alternativen zu Aktienoptionen

Die Veränderung der Bilanzierungsvorschriften wird in Zukunft eine Reduzierung des Konzernergebnisses zur Folge haben. Anleger werden daher bezüglich Ausgestaltung, Bewertung, Teilnehmerkreis und Umfang von aktienbasierten Vergütungsprogrammen noch höhere Anforderungen stellen. Es ist auch zu erwarten, dass bei den Berechtigten die Wertschätzung von Aktien gegenüber Aktienoptionen deutlich höher ausfallen wird. Aus diesem Grunde ist zu überlegen, Aktienoptionen teilweise durch Per-

formance Shares zu ersetzen, wobei im Vergütungsvolumen das Risikoprofil berücksichtigt sein muss.

Hinzu kommt, dass durch die Veränderungen in der Rechnungslegungspraxis für deutsche Unternehmen sowohl Aktienoptionen als auch Wertsteigerungsrechte zu Personalaufwand führen. Der wesentliche Unterschied besteht in der steuerlichen Auswirkung: Aktienoptionen führen nach IFRS zwar zu Aufwand, sind aber nicht steuerrelevant, Wertsteigerungsrechte dagegen schon. Aus diesem Grunde ist zu prüfen, ob letztere eine Alternative zu Aktienoptionen darstellen, da diese unter HGB als echter Personalaufwand behandelt werden. Sie sind damit derzeit in Deutschland vollständig steuerabzugsfähig. Zudem können Unternehmen mit Wertsteigerungsrechten deutlich flexibler umgehen, da sie nicht den Regelungen des Aktiengesetzes unterworfen sind und somit auch nicht über die Hauptversammlung beschlossen werden müssen.

Eine weitere Alternative stellen Performance Share Plans oder Phantom Stocks dar. Zusätzlich zum Aktienkurs kann bei ihnen auf die langfristige Entwicklung von Kernsteuerungsgröße(n) im Unternehmen abgestellt werden. Dabei wird die Vergütung der Top-Führungskräfte an die Entwicklung der eigenen Aktie gekoppelt und orientiert sich zusätzlich an der langfristigen finanziellen Performance des Unternehmens oder eines Geschäftsbereichs. Eine solche Alternative kommt sowohl für die große Anzahl der nicht-börsennotierten Unternehmen in Frage, als auch für börsennotierte Unternehmen.

Dirk Filbert und Michael H. Kramarsch

1. Vergleiche die Studie: Working Today, Towers Perrin Talent Report 2003.
2. Vergleiche die Towers Perrin Studie Vorstandsvergütung Dax Ergebnisbericht 2003, Frankfurt, Oktober 2003. Der neue Ergebnisbericht für das Jahr 2004 wird Anfang November 2004 vorliegen.

Meldepflichtige Director's Dealings in Europa: Übersicht kaum zu erlangen

Insiderhandel und Directors' Dealings werden als einer der wichtigsten Punkte im Zusammenhang mit Corporate Governance betrachtet und ziehen zunehmend das öffentliche Interesse in Europa auf sich. Obgleich die Begriffe Insiderhandel und Directors' Dealings stark voneinander abweichende Bedeutungen haben, werden sie häufig ohne klare Abgrenzung synonym verwendet.

Insiderhandel betrifft Geschäfte, die Insider einer Gesellschaft basierend auf geheimen oder nicht veröffentlichten Informationen, den sogenannten Insiderinformationen, mit Wertpapieren ihres Unternehmens tätigen. Insiderhandel verhindert vollständige Markttransparenz; er unterminiert das Vertrauen der Anleger in den Markt und ist daher in den meisten Industrieländern verboten.

Gewöhnlich kann man davon ausgehen, dass Vorstände und Führungskräfte mehr Informationen als der Markt über die Zukunftsaussichten der Gesellschaft haben, bei der sie beschäftigt sind. Dennoch kann man ihnen den Besitz und Handel mit Aktien ihrer Gesellschaft nicht gänzlich vorenthalten, da Aktien oder Aktienoptionen für viele Mitarbeiter ohnehin Bestandteil ihrer Vergütung sind und die Beteiligung an der Aktienkursentwicklung als Leistungsanreiz dient. Daher dürfen Insider Wertpapiergeschäfte tätigen, so lange diese nicht auf Insiderinformationen beruhen. Zur Wahrung der Transparenz müssen diese Geschäfte jedoch reguliert, überwacht und ihr Inhalt veröffentlicht werden. Diese Transaktionen werden als Directors' Dealings bezeichnet. Diese Geschäfte sollten innerhalb einer kurzen Frist veröf-

fentlicht werden, um externen Anlegern das Nachvollziehen des Verhaltens der Vorstände und das Ziehen ihrer eigenen Schlüsse zu ermöglichen. Die Befürworter der Gesetze zu Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern argumentieren, dass die Offenlegung das Potential missbräuchlicher Praktiken stark reduzieren würde. Das Vertrauen der Anleger und die Markteffizienz würden verbessert werden, da Informationen rascher verfügbar und verständlicher werden, wenn die Vorstände die Gründe für ihr Handeln veröffentlichen.

Veröffentlichte Directors' Dealings sind informativ

Wissenschaftler haben Directors' Dealings insbesondere an den US-Bör-

sen, wo die Offenlegung bereits seit 1934 Vorschrift ist, und in Großbritannien umfassend analysiert. Im Allgemeinen wird die Fragestellung untersucht, ob Vorstandsmitglieder und andere Insider eines Unternehmens Überrenditen auf Grund von Geschäften mit Aktien ihres eigenen Unternehmens erzielen und ob andere Marktteilnehmer diese Strategien gewinnbringend einsetzen konnten, sobald die Transaktionen dieser Insider veröffentlicht wurden. In den USA gibt es große Anlegergruppen, die Insidergeschäfte verfolgen.

In den Vereinigten Staaten reichen Analysen von Directors' Dealings bis in die Mitte der 1970er Jahre zurück. Darnals untersuchten Jaffe (1974)¹ und Finnerly² (1967), welche Auswirkungen die vom Management getätigten Transaktionen hatten. Seyhun (1986)³ wird häufig als einer der Wegbereiter der empirischen Analyse von Directors' Dealings bezeichnet. Die klare Methodologie und die umfassenden Ergebnisse seiner Analysen gaben kaum Anlass zu Kritik. Neuere Untersuchungen von Bettis/Vickrey (1997)⁴ und Jeng/Metrick/Zeckhauser (2002)⁵ bestätigen die vorherigen Ergebnisse. In Großbritannien wurden die ersten Untersuchungen zu Directors' Dealings von King/Roell (1988)⁶ und Pope/Morris/Peel (1990)⁷ veröffentlicht.

Diese Analysen kommen zu dem einhelligen Ergebnis, dass Insider tatsächlich durch den Handel mit den Wertpapieren ihres eigenen Unternehmens Überrenditen erzielen. Allerdings besteht weniger Einigkeit darüber, ob die Outsider, die sich nach dem veröffentlichten Vorgehen der Vorstände richten, ebenfalls Überrenditen erwirtschaften. Trotzdem geht man in einem Großteil der Untersuchungen davon aus, dass Outsider von offen gelegten Insidertransaktionen profitieren können.

Bis vor kurzem gab es keine detaillierten Untersuchungsergebnisse für das europäische Festland, da Directors' Dealings noch bis vor einigen Jahren nicht meldepflichtig waren. Heidorn/Meyer/Pietrowiak (2004)⁸ haben nun jedoch festgestellt, dass es den Insidern in Deutschland, Italien und den Niederlanden auch möglich ist, ihre Börsengeschäfte zeitlich abzustimmen und mehr Erlöse als die Anleger auf dem Markt zu erzielen. Von noch größerer Bedeutung

ist jedoch die Erkenntnis, dass Outsider vom Nachahmen der veröffentlichten Insidergeschäfte profitieren und höhere Renditen erzielen können.

Alle Untersuchungen scheinen zu dem gleichen Schluss zu kommen, dass man nicht allen gemeldeten Transaktionen blindlings folgen sollte. Im Allgemeinen ist es wohl lohnender, einem Wertpapierkauf statt einem -verkauf Folge zu

weit genug (beispielsweise in Frankreich, wo gegenwärtig nur eine halbjährliche Offenlegung des Insiderhandels erforderlich ist) oder es gibt gar keine rechtlichen Vorschriften zu Directors' Dealings (beispielsweise in der Schweiz, dort wird jedoch ein vor kurzem gebilligtes Gesetz im Juli 2005 in Kraft treten).

Zur Förderung der Angleichung der Gesetze und der Markttransparenz in



leisten. Wertpapierverkäufe beruhen häufig auf der Absicht, Anlagen zu diversifizieren oder Barmittel zu schaffen, denn Insider verkaufen häufig nur die Wertpapiere, die Bestandteil ihrer Vergütung sind. Bei ihren Beobachtungen sollten die Anleger auch darauf achten, ob die gemeldete Transaktion tatsächlich von Insidern oder aber von unabhängigen Vermögensverwaltern initiiert wurde oder ob es sich lediglich um Optionsausübungen oder Wandelanleihen handelt.

Europäische Vorschriften

Vorschriften zu illegalem Insiderhandel wurden Anfang der neunziger Jahre in Europa eingeführt. Abgesehen von Großbritannien und Spanien, wo solche Vorschriften bereits seit mehr als 10 Jahren existieren, gibt es Directors' Dealings Gesetze und insbesondere Meldepflichtvorschriften erst seit kurzem. Länder wie Deutschland, Italien, die Niederlande und Schweden haben erst kürzlich entsprechende Gesetze erlassen. Es gibt noch immer große Unterschiede innerhalb der europäischen Gesetzgebung. In einigen Ländern gehen die Gesetze nicht

den EU-Mitgliedsstaaten verabschiedeten das Europäische Parlament und der Rat die Richtlinie 2003/6/EG über Insidergeschäfte und Marktmanipulationen (Marktmissbrauch) vom 12. April 2003 und ließen weitere Maßnahmen für ihre Durchführung (Richtlinien der Kommission 2003/124/EG, 2004/72/EG) im Dezember 2003 und April 2004 folgen. Die Mitgliedsstaaten (einschließlich der 10 Beitrittsländer, die am 1. Mai 2004 in die Union aufgenommen wurden) sollten die Anforderungen der Richtlinie bis zum 12. Oktober 2004 in die nationale Gesetzgebung umsetzen.

Gemäß diesen Richtlinien sind „Directors“, das heißt „Personen, die bei einem Emittenten Führungsaufgaben wahrnehmen“ und deren Verwandte ersten Grades (beispielsweise Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtigter Kinder) zur Offenlegung von Geschäften in Wertpapieren der eigenen Gesellschaft innerhalb von fünf Werktagen bei der zuständigen Landesbehörde verpflichtet. Ausnahmen werden nur unter bestimmten Umständen gewährt, beispielsweise steht es den Mitgliedsstaaten frei, eine Grenze von bis zu 5.000 Euro festzusetzen. Wenn die Summe aller

während eines Kalenderjahres getätigten Geschäfte diesen Wert nicht erreicht hat, kann die Offenlegung erst bis zum 31. Januar des Folgejahres erfolgen.

EU-Richtlinie ist unzureichend aus Sicht des Kapitalmarkts

Die Richtlinie wird zwar bis zu einem gewissen Grad zu einer Angleichung der Gesetze führen, da die Mitgliedsstaaten gewisse Mindeststandards einhalten müssen, die nahezu denen der USA entsprechen. Dennoch hätte aus Sicht des Kapitalmarkts die Richtlinie in zweierlei Hinsicht weiter gehen müssen.

Zum einen sehen die EU-Richtlinien keine Sanktionen für die Nichteinhaltung der Vorschriften vor, dies obliegt allein den Mitgliedsstaaten. Ganz anders in den USA. Dort muss der Straftäter, wenn er eine natürliche Person ist, im Falle einer „vorsätzlichen Verletzung“ der Gesetze und nachdem er der Tat überführt wurde, mit einem Bußgeld von bis zu 5.000.000 US-Dollar oder einer Freiheitsstrafe bis zu 20 Jahren (oder beides) rechnen. Verstöße durch juristische Personen können mit einer Geldstrafe von bis zu 25.000.000 US-Dollar geahndet werden.

Zum anderen, und dies ist aus Sicht des Kapitalmarkts von noch größerer Bedeutung, hat die EU kein eigenes System zur Erfassung der Directors' Dealings eingerichtet; sie überlässt den einzelnen Mitgliedsstaaten die Entscheidung, auf welche Art und Weise sie die Transaktionen erfassen und veröffentlichen möchten. Die Europäische Kommission scheint die Bildung einer eigenen zentralen Erfassungsstelle nicht in Erwägung zu ziehen, das heißt es wird weder eine zentrale europäische Datenbank

noch eine für alle Mitgliedsstaaten einheitliche Methode zur Veröffentlichung geben. Man wird nach wie vor beträchtliche Anstrengungen unternehmen müssen, um sich ein umfassendes Bild über Directors' Dealings machen zu können. Anleger, die Directors' Dealings in Europa verfolgen möchten, werden sich daher mit diversen Datenquellen, verschiedenen Sprachen und unterschiedlichen Datenqualitäten auseinandersetzen müssen. Trotz der EU Richtlinie ist es deshalb kaum möglich, Directors' Dealings in Europa zu verfolgen. In den USA hingegen muss die Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde SEC diese Transaktionen, die in elektronischer Form eingereicht werden müssen, spätestens einen Tag nach Einreichung auf einer von der SEC betriebenen, öffentlich zugänglichen Website zur Verfügung stellen. Innerhalb der gleichen Frist muss die Meldung auch auf der Website des Unternehmens veröffentlicht werden.

Dr. Bernd Meyer

- 1 Jaffe, Jeffrey F. (1974), Special information and insider trading, in: Journal of Business, Band 47, Heft 3, Juli 1974, S. 410-428.
- 2 Finnerty, Joseph E. (1976), Insiders and market efficiency, in: Journal of Finance, Band 31, Heft 4, September 1976, S. 1141-1148.
- 3 Seyhun, H. Nejat (1986), Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency, in: Journal of Financial Economics, Band 16, Heft 2, Juni 1986, S. 189-212.
- 4 Bettis, Carr/Vickrey, Don/Vickrey, Donn W. (1997), Mimickers of corporate insiders who make large-volume trades, in: Financial Analysts Journal, Band 53, Heft 5, September/ Oktober 1997, S. 57-66.
- 5 Jeng, Leslie A./Metrick, Andrew/ Zeckhauser, Richard (2002), Estimating the returns to insider trading. A performance-evaluation perspective, in: Review of Economics & Statistics, Band 85, Heft 2, Mai 2003, S. 453-513.
- 6 King, Mervyn/Roell, Ailsa (1988), Insider trading, in: Economic Policy, April 1988, S. 165-193.

Die Autoren

Alexander Koeberle-Schmid

ist Mitarbeiter im Aktienfondsmangement der Union Investment. Er war an der Entstehung der Studien über die Bewertung von Aktienoptionsprogrammen ausschlaggebend beteiligt.

Prof. Dr. Robert M. Gillenkirch

ist Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzcontrolling an der Universität Göttingen.

Dirk Filbert

ist Berater bei Towers Perrin und Experte für die Gestaltung wertorientierter Vergütungssysteme für Vorstände und Führungskräfte.

Michael H. Kramarsch

ist Managing Partner bei Towers Perrin. Seine Spezialgebiete sind wertorientierte Unternehmenssteuerung sowie aktienbasierte Vergütungs- und Beteiligungsmodelle für Vorstände und Führungskräfte.

Dr. Bernd Meyer

ist Senior European Equity Strategist im Equity Research der Deutschen Bank AG.

- 7 Pope, P.F./Morris, R.C./Peel, D.A. (1990) Insider trading. Some evidence on market efficiency and directors' share dealings in Great Britain, in: Journal of Business Finance & Accounting, Band 17, Heft 3, Sommer 1990, S. 359-380.
- 8 Heidorn, T.; Meyer, B. and Pietrowiak A.: Performance-Effekte nach Directors' Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden, Working Paper No. 57, Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt am Main, 2004.

Schwerpunkt Stock Option Watch

Redaktion und Verantwortung: Dr. Erik Lüders (Université Laval), E-Mail erik.lueders@fas.ulaval.ca;
Dr. Michael Schröder (ZEW), Telefon 0621/1235-140, Telefax 0621/1235-223, E-Mail schroeder@zew.de
Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim
L 7, 1 · 68161 Mannheim · Postfach 10 34 43 · 68034 Mannheim · Tel. 0621/1235-01 · Fax 1235-224 · Internet: www.zew.de