

# Schwerpunkt Stock Option Watch

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Sonderteil ZEWnews · Juni 2003

## Aktienoptionen, anreizkompatible Entlohnung und Corporate Governance

Aktionsoptionspläne sind in den Jahren des Börsenbooms als Instrument zur anreizkompatiblen Entlohnung von Mitarbeitern immer beliebter geworden. Besonders häufig wurden Aktienoptionen als Entlohnungsbestandteil des Managements von Unternehmen der so genannten „New Economy“ eingesetzt.

Die Idee hinter Aktienoptionsplänen ist eigentlich recht einfach: Das Management wird über den Aktienkurs des Unternehmens direkt am Erfolg beteiligt und hat daher einen zusätzlichen Leistungsanreiz, die Gewinnentwicklung weiter zu verbessern. Auf den ersten Blick scheinen Aktienoptionen damit ein ideales Entlohnungsinstrument zu sein, da ihr Einsatz ein zentrales Problem der Unternehmensführung zu lösen verspricht. Mögliche Interessenkonflikte zwischen Management und Eigentümern können spürbar vermindert werden, und die Bedeutung der Corporate Governance wird stark reduziert.

Bei genauerer Betrachtung erkennt man jedoch zahlreiche Probleme. So zeigt sich in der Realität, dass durch den Einsatz von Aktienoptionen die Anreizprobleme nur selten gelöst wurden. Die praktische Ausgestaltung von Aktienoptionsplänen führt häufig dazu, dass nicht nur der angestrebte Anzeizeffekt ausbleibt, es kann sogar sein, dass er in sein Gegenteil verkehrt wird und zu einer Belastung der Eigentümer führt. Dazu tragen Bilanzierungspraktiken bei, die die tatsächliche Kostenbelastung des Unternehmens systematisch verschleiern und den Shareholder Value vermindern.

Der Stock Option Watch ist eine neue Publikation des ZEW, die zweimal im Jahr aktuelle Probleme im Zusammenhang mit Aktienoptionsplänen darstellen und Lösungsmöglichkeiten aufzeigen will. Angesehene Theoretiker und erfahrene Praktiker sollen die Diskussion durch Beiträge aufgreifen und vertiefen.

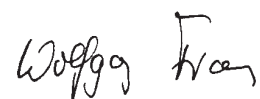
Die erste Ausgabe widmet sich im Beitrag von Ulrich Hocker (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.) der transparenteren Gestaltung von Aktienoptionsplänen und macht Vorschläge zur Verbesserung ihrer vertraglichen Ausgestaltung. Der Artikel von Prof. Dr. Günter Franke (Universität Konstanz) erörtert Anreizprobleme, die bei verschiedenen Ausgestaltungsformen von Aktienoptionsplänen auftreten können, und schlägt geeignete Ausgestaltungsmöglichkeiten vor,

die diese Probleme vermeiden. Dr. Adam-Müller (Universität Konstanz und Stockholm) zeigt, wie US-Manager sich den Anreizwirkungen von Aktienoptionsplänen entzogen haben und skizziert, welche Maßnahmen dies verhindern können. Der Beitrag von Markus Zeimes (Deutsches Rechnungslegungsstandards Committee (DRSC)) gibt einen Überblick über die neuen Vorschläge des International Accounting Standards Board (IASB) zur aufwandsgerechten und transparenten Bilanzierung von Aktienoptionsplänen. Der Beitrag von Erik Lüders (ZEW und Universität Konstanz) und Dr. Michael Schröder (ZEW) macht zunächst eine Bestandsaufnahme der Verwendung von Aktienoptionsplänen in deutschen Aktiengesellschaften. Dabei wird dargestellt, welche Unternehmen dieses Entlohnungsinstrument einsetzen, ob es nur dem Management vorbehalten ist oder einem breiteren Mitarbeiterkreis zugute kommt, und nach welchen Regeln die Kosten bilanziert werden.

In den zukünftigen Ausgaben des Stock Option Watch soll neben einer Fortführung und Erweiterung der Statistiken zur Verbreitung von Aktienoptionsplänen die Darstellung von Problemen ihrer Verwendung insbesondere im Zusammenhang mit Corporate Governance im Mittelpunkt stehen.

Ich würde mich freuen, wenn der Stock Option Watch auf ein breites Interesse beim Fachpublikum stößt und Anregungen zur Lösung theoretischer und praktischer Fragen ihres Einsatzes in Unternehmen vermitteln kann. Als Ansprechpartner für den Stock Option Watch stehen Erik Lüders und Dr. Michael Schröder zur Verfügung. Sie nehmen auch gerne Kommentare zu dieser ersten Ausgabe und zum hier vorgestellten Konzept entgegen und würden sich freuen, aus dem Kreis der Leser auch Anregungen und Beiträge für zukünftige Ausgaben zu erhalten.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre  
und verbleibe mit freundlichen Grüßen



Prof. Dr. Wolfgang Franz, Präsident des ZEW

# Höhere Transparenz und Erfolgsorientierung bei Aktienoptionsprogrammen

Die zum Teil erhitzt und polemisch geführte öffentliche Diskussion um die Höhe der Vorstandsvergütungen deutscher Aktiengesellschaften ist um eine neue Komponente reicher geworden. Denn einige Unternehmen scheinen die derzeit niedrigen Aktienkurse in dieser Hauptversammlungssaison zur Auflage besonders üppiger Aktienoptionsprogramme zu nutzen. Kritisch sind hierbei die zum Teil wenig ambitionierten Ausübungshürden zu sehen. So werden sowohl die absoluten, auf den jeweiligen Aktienkurs bezogenen Kriterien gesenkt als auch die in Relation etwa zu einem Index stehenden Anforderungen aufgeweicht.

Prof. Dr. Gerhard Cromme geschaffen. Das Gremium hat den ursprünglich als Anregung des Kodex formulierten Punkt zur individualisierten Offenlegung der Vorstandsgehälter nun in den Status einer Empfehlung gehoben. Damit sind die Unternehmen gemäß dem Transparenz- und Publizitätsgesetz verpflichtet, Abweichungen von dieser Vorgabe gegebenenfalls detailliert zu begründen.

## Managementgehälter offenlegen

Auch von Gesetzgebungsseite wurde eine entsprechende Transparenzvorgabe für die Spitzenmanager börsennotierter

samtaufsichtsrat und Hauptversammlung verbessert wird.

So sollte es Aufgabe des Vergütungsausschusses sein, allgemeine Vergütungsgrundsätze für den Vorstand und seine Mitglieder zu entwickeln und zu beschließen. In der detaillierten Aufgliederung der Vergütung sollten neben fixer und variabler Vergütung auch die Darlegung der hiermit verbundenen Koppelungsgrößen beziehungsweise Performanceziele, sowie der Umfang der Pensionsansprüche berücksichtigt werden.

Die Richtigkeit der getroffenen Entscheidungen und die Angemessenheit der Vergütung sind einer regelmäßigen Überprüfung zu unterziehen, nicht zuletzt bei Vertragsverlängerung oder Neuabschluss. Ein besonderes Augenmerk sollte hier den jeweils für den zugrunde liegenden Zeitraum vereinbarten Leistungszielen gelten und inwiefern von diesen abgewichen wurde. Für die maximal mögliche variable Vergütung oder in Form von Aktienoptionsprogrammen sollte eine Obergrenze (Cap) eingeführt werden.

Für Aktienoptionsprogramme sind objektiv messbare Leistungsziele zu setzen, die neben einer mittelfristigen auch eine Langzeitkomponente enthalten. Entscheidend ist, dass die Aktienoptionsprogramme sowohl ein absolutes als auch ein relatives Erfolgskriterium haben. Ansonsten besteht die Gefahr, dass ungerechtfertigte windfall profits entstehen, ohne den gewünschten Leistungsanreiz zur Steigerung des Unternehmenswerts zu setzen. Wird allein auf einen relativen Parameter abgestellt, so können rückläufige Börsenkurse ebenfalls zu einem positiven Optionspreis führen, was nicht im Interesse der Aktionäre sein kann.

## Wertentwicklung verfolgen

Auch die Wertentwicklung der Aktienoptionsprogramme sollte durch den Ausschuss verfolgt werden. Hinsichtlich der noch nicht fälligen Aktienoptionen gilt dies für den gezahlten Preis, Ausübungspreis und Ausübungsdatum, Marktpreis zum Geschäftsjahresende sowie unter-



Zwar sind erfolgsorientierte Komponenten in der Entlohnung von Vorständen und Führungskräften auch in Deutschland seit Jahren gängige Praxis. Doch waren die Aktienoptionsprogramme in Zeiten der Börseneuphorie ja beinahe Selbstläufer. Inwiefern – im Sinne des Shareholder-Value-Konzepts – die Führungskräfte wirklich am dauerhaften Erfolg und an entsprechenden Wertsteigerungen des Unternehmens beteiligt werden, bleibt – damals wie heute – für die Aktionäre zum Teil undurchschaubar.

Eine notwendige Voraussetzung für eine erhöhte Transparenz auf diesem Gebiet wurde nun durch die Regierungskommission „Deutscher Corporate Governance Kodex“ unter der Leitung von

Gesellschaften erwartet. Bundesjustizministerin Zypries hatte zuletzt gar eine gesetzliche Pflicht zur individuellen Offenlegung von Managementgehältern sowie eine gesetzliche Deckelung gewinnabhängiger Vergütungsformen erwogen.

Wie weit die Unternehmen noch von der gewünschten Offenheit entfernt sind, hat nicht zuletzt eine Untersuchung der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz im vergangenen Jahr gezeigt. Vor dem Hintergrund dieser zumindest bedenklichen Ergebnisse wurde ein Drei-Stufenmodell entwickelt, in welchem die Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats verstärkt und die Transparenz durch ein besseres Zusammenwirken zwischen Vergütungsausschuss, Ge-

jährige Höchst- und Tiefstpreise. Bei fälligen Aktienoptionen ist sodann der Marktpreis im Verhältnis zum Ausübungspreis offenzulegen.

Über die Vergütungsstrukturen und die Ergebnisse der Ausschussarbeit sollte der Vergütungsausschuss den Gesamtaufsichtsrat mindestens einmal pro Jahr informieren. Der Bericht sollte sich sowohl der Angemessenheit und Verhältnismäßigkeit, der zukünftigen Vergütungspolitik und den zugrunde liegen-

den Parametern wie entsprechenden Performancetests widmen. Eine bessere Information der Aktionäre kann auf dieser Basis zunächst im Geschäftsbericht und ergänzend auf der Hauptversammlung erfolgen.

Wie auch bereits von der Baums-Kommission empfohlen, sollte der Vorstandsbericht auf der Hauptversammlung mit Angaben zum Gesamtwert oder zur Bandbreite des Werts der Aktienoptionen abgegeben werden. Zur Erhöhung der Trans-

parenz und zur Darstellung künftiger Risiken für den Aktionär plädiert die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) dafür, die Kosten der Aktienoptionsprogramme als Aufwand in die Gewinn- und Verlustrechnung aufzunehmen, wobei auf den Zeitpunkt der Optionsgewährung abzustellen ist. Ein Aspekt im Übrigen, der im Zuge neuer International Accounting Standards wohl Berücksichtigung finden wird.

*Ulrich Hocker*

## Leitplanken für Aktienoptionsprogramme

Auch in Deutschland hat sich der Shareholder Value als Leitlinie für das Management von Aktiengesellschaften zunehmend durchgesetzt, ungeachtet der Kritik an diesem Konzept, die gerade in jüngster Zeit lauter geworden ist. Im Gefolge dieses Konzepts wurde die Entlohnung des Managements stärker an den Interessen der Aktionäre ausgerichtet. Ein prominentes Instrument hierfür ist die Ausgabe von Aktienoptionen an die Geschäftsleitung. Sie soll bewirken, dass die Geschäftsleitung mit ihrer Politik das Ziel verfolgt, den Aktienkurs zu erhöhen. Gerade bei jungen Unternehmen, denen es schwer fällt, hohe Gehälter zu zahlen, hat die indirekte Entlohnung mit Aktienoptionen einen hohen Stellenwert.

### Bisher keine Erfolgskontrolle

Die bisherigen Erfahrungen mit Aktienoptionsprogrammen erlauben keinen klaren Rückschluss, ob die damit verfolgten Ziele erreicht werden. Voraussetzung für den erfolgreichen Einsatz von Aktienoptionsprogrammen ist, dass der Aktienkurs die Erfolgsaussichten des Unternehmens verlässlich widerspiegelt. Die Kursblase, die sich in den 1990er Jahren aufbaute und zu Beginn des neuen Jahrhunderts platzte, lässt dies zweifelhaft erscheinen. Die vergangenen Jahre haben zudem verdeutlicht, dass die Aktienkursentwicklung eines Unternehmens stark von der Entwicklung der Zahlen der Erfolgsrechnung getrieben wird. Sind diese Zahlen nicht verlässlich, so hat der Aktienkurs wenig mit der „wahren“ Erfolgslage des Unternehmens zu tun.

Die Bilanzskandale, die in den vergangenen Jahren aufgedeckt wurden, wurden vermutlich auch durch Aktienoptionsprogramme getrieben. Manager, die über hohe Bestände an Optionen verfügen, haben ein eminentes Interesse daran, diese mit hohen Gewinnen auszuüben. Dazu ist ein hoher Aktienkurs erforderlich. Zu diesem Zweck können die Manager einerseits durch eine gute Geschäftspolitik die Unternehmenserfolge verbessern, andererseits die Zahlen des Rechnungswesens manipulieren und so die Erfolge künstlich aufblähen. Aktienoptionsprogramme machen eine Gewinnmanipulation attraktiv. Diese ist insbesondere dann verlockend, wenn die „wahren“ Unternehmensergebnisse im Zeitablauf stark schwanken, die Basis-kurse, zu denen die Optionen ausgeübt werden können, diese Schwankungen jedoch nicht widerspiegeln. In einer Phase, in der die Ergebnisse schlecht sind und

die Optionen daher nicht mit Erfolg ausgeübt werden können, zahlt es sich für die Geschäftsleitung aus, die bereits schlechten Ergebnisse weiter künstlich zu verschlechtern. Die so gelegten stillen Reserven erlauben dann in den erfolgreicher Jahren, die guten Ergebnisse künstlich zu verbessern. Die so aufgeblähten Wachstumsraten des Gewinns sind geeignet, den Aktienkurs stark nach oben zu treiben, so dass hohe Gewinne bei der Ausübung der Optionen erzielt werden können. Dieses prozyklische Manipulationsverhalten lässt sich einschränken, indem die Basis-kurse der Optionen der voraussichtlichen Erfolgslage angepasst werden.

### Aktien statt Aktienoptionen

Alternativ können statt Optionen Aktien an die Manager vergeben werden. Bei Aktienprogrammen sind die beschriebenen



nen Anreize für Gewinnmanipulationen geringer, weil die Aktien immer „im Geld“ sind. Das heißt auch wenn die Aktienkurse relativ niedrig sind, erzielt der Manager bei ihrer Veräußerung immer noch einen Erlös. Jede Kurssteigerung ist für den Manager von Vorteil. Der Leistungsanreiz von Aktienprogrammen bleibt daher auch bei niedrigen Kursen erhalten.

Dies ist bei Aktienoptionsprogrammen anders. Wenn eine gewinnbringende Ausübung der Optionen sehr unwahrscheinlich ist, geht von den Optionen kein nennenswerter Leistungsanreiz mehr aus. Die Manager fordern dann neue Optionen mit dem Argument, der Leistungsanreiz müsse neu geschaffen werden. Wird dieser Forderung entsprochen, dann wird allerdings das Konzept von Aktienoptionsprogrammen nachträglich ausgehöhlt. Der beabsichtigte Leistungsanreiz geht verloren, wenn nachträglich solche Korrekturen vorgenommen werden. Denn dann kommt es auch bei schlechter Performance zu einer Belohnung. Daher sollte in Zukunft intensiver darüber nachgedacht werden, ob Aktienprogramme an die Stelle von Aktienoptionsprogrammen treten sollten, um geeignete Leistungsanreize zu setzen.

In Anbetracht der teilweise erratischen Aktienkursbewegungen wird zunehmend wieder eine Beteiligung der Manager am langfristigen Unternehmensgewinn propagiert. Ein Argument hierfür ist, dass sich auf lange Frist Gewinnmanipulationen tendenziell ausgleichen. Ob der langfristige Unternehmensgewinn die Leistung der Geschäfts-

leitung genauer zum Ausdruck bringt als die langfristige Entwicklung des Aktienkurses, ist jedoch umstritten.

Egal, welche Art der Erfolgsbeteiligung für das Management vorgesehen wird, eine Voraussetzung ist stets eine verlässliche Rechnungslegung. Die Frage, nach welchen Regeln Abschlüsse zu erstellen sind, ist daher wieder stärker ins Blickfeld der Öffentlichkeit gerückt. Ein wesentliches Element für die Rechnungslegung ist ihre Vollständigkeit, das heißt, dass alle Aufwendungen und Erträge vollständig aufgeführt werden. Außerdem sollen die Positionen der Erfolgsrechnung für den Leser verständlich sein. Dies erfordert eine transparente Darstellung. Bei Nutzung von Aktienoptionsprogrammen sind daher verschiedene Leitplanken unerlässlich.

### Transparenzgebot auch bei Aktienoptionsprogrammen

Erstens ist schon im Vorfeld der Verabschiedung solcher Programme auf der Hauptversammlung auf Transparenz zu achten. Diese erfordert nicht nur, die Konstruktionselemente des Programms einschließlich der Erfolgsziele in der Einladung zur Hauptversammlung detailliert zu beschreiben, sondern auch die damit verbundenen Entlohnungskosten anzugeben. Ansonsten können die Aktionäre nicht abschätzen, wie viel das Aktienoptionsprogramm kostet. Auch wenn die Bewertung langfristiger Aktienoptionen, deren Ausübung zudem an die Erreichung bestimmter Benchmarks geknüpft werden kann, einige Schwierig-

keiten aufweist, so ist dies kein Grund, auf eine Wertangabe zu verzichten. Genauso wie die Bewertung von Aktiva und Passiva eines Unternehmens notwendigerweise schematisch erfolgt und damit angreifbar ist, lassen sich auch Aktienoptionen schematisch bewerten. Bisher lassen die Einladungen zu Hauptversammlungen, in denen ein Aktienoptionsprogramm beschlossen werden soll, solche Wertangaben nicht erkennen. Dies ist ein klarer Verstoß gegen das Transparenzgebot.

Zweitens sollte es selbstverständlich sein, die Kosten von Aktienoptionsprogrammen in der Erfolgsrechnung des Unternehmens unter Personalaufwand zu verbuchen. Ansonsten würden die Personalaufwendungen zu niedrig ausgewiesen. Für ein Unternehmen bestünde ein Anreiz, sich gegenüber vergleichbaren Unternehmen vorteilhaft abzusetzen, indem die Manager mehr Aktienoptionen erhalten zu Lasten der Barvergütung, die unter Personalaufwand auszuweisen ist. Schließlich erfordert das Transparenzgebot auch, die Gesamtbezüge der Geschäftsleitung unter Berücksichtigung der Aktienoptionen auszuweisen.

Drittens erscheint eine systematische Berichterstattung über Aktienoptionsprogramme sehr wünschenswert. Sie fördert nicht nur die Transparenz solcher Programme, sondern auch das Verständnis der Aktionäre und des Publikums. Damit leistet eine solche Berichterstattung einen nicht zu unterschätzenden Beitrag für die Corporate Governance.

*Prof. Dr. Günter Franke*

## Wann gehen Aktienoptionspläne ins Leere?

Aktienoptionspläne sollen die Vergütung des Managements an den Marktwert des Unternehmens binden. Sie sind komplexe Instrumente, die den Vorteil einer großen Flexibilität bieten, aber auch den Nachteil eines erheblichen Spielraums für Manipulationen durch das Management bergen. Im Folgenden werden Studien zu US-amerikanischen Unternehmen skizziert, in denen gezeigt wird, wie dieser Spielraum zu Lasten der Aktionäre ausgenutzt worden ist und

Aktienoptionspläne damit ins Leere gegangen sind.

### Vergabezeitpunkt wichtig

Eine wichtige Frage bei der Verwendung von Aktienoptionsplänen ist die des Vergabezeitpunkts. Sie steht im Mittelpunkt der Untersuchung von Yermack (Yermack, D., 1997, Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. Journal of Finan-

ce 52, 449-476). Er zeigt, dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Einführung von Aktienoptionsplänen und einer Verbesserung der Performance des Aktienkurses der jeweiligen Gesellschaft besteht. Dies kann so interpretiert werden, dass die durch Aktienoptionspläne erhöhten Anreize tatsächlich die Ursache für eine bessere Performance des Aktienkurses sind. Es kann aber auch wie folgt argumentiert werden: Manager haben typischerweise einen starken Ein-

fluss auf die Zusammensetzung der eigenen Vergütung und könnten immer dann auf Gewährung von Aktienoptionen drängen, wenn eine besonders gute Performance des Aktienkurses ohnehin erwartet werden kann, beispielsweise aufgrund der kurz bevorstehenden Veröffentlichung guter Unternehmensnachrichten. Die Befunde von Yermack sprechen für diese zweite Argumentation. Denn er weist nach, dass Unternehmensnachrichten viel häufiger dann positiver Natur sind, wenn dem Management kurz zuvor Aktienoptionen zugebilligt worden sind. Die Veröffentlichung der positiven Nachrichten führt in der Regel zu einer positiven Performance des Aktienkurses, die den Wert der Aktienoptionen und somit das Vermögen des Managements erhöht. Der Aktienoptionsplan führt damit nicht etwa zu einer Verbesserung der erwarteten Performance in der Zukunft aufgrund verbesserter Anreize und entsprechend erhöhter Managementleistung, sondern zu einer Belohnung vergangener Leistungen. Eine verwandte Studie von Chauvin und Shenoy (Chauvin, K.W.; Shenoy, C., 2001, Stock Price Decreases Prior to Executive Stock Option Grants. *Journal of Corporate Finance* 7, 53-76) zeigt sehr ähnliche Ergebnisse. Damit ist klar, dass mit Aktienoptionsplänen nicht etwa künftige Kurssteigerungen belohnt werden. Vielmehr werden bereits erbrachte Leistungen vergütet, falls das Management in der Lage ist, die eigene Vergütung oder den Informationsfluss vom Unternehmen an den Kapitalmarkt entsprechend zu

steuern. Aktienoptionspläne entfalten dann keine Anreizeffekte, sondern belohnen nur vergangene Leistungen. Sie gehen ins Leere.

### Absicherung gegen Kursrisiken

Anreizeffekte gehen auch dann verloren, wenn das Management sich direkt oder indirekt der Kursrisiken entledigt, die mit Aktienoptionsplänen verbunden sind. Deswegen ist es Managern verboten, die Aktienoptionen sofort wieder zu veräußern, weil damit ein künftiger, unsicherer Zahlungsstrom in eine risikolose Zahlung heute getauscht werden kann. Allerdings gibt es Mittel und Wege, dieses Verbot unter Einsatz von Finanzderivaten zu umgehen. Die Studie von Bettis, Bizjak und Lemmon (Bettis, J.C.; Bizjak, J.M.; Lemmon, M.L., 2001, Managerial Ownership, Incentive Contracting, and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 343-370) betrachtet den Einsatz so genannter Zero Cost Collars. Dies sind besondere Optionen, mit denen Manager den Wert ihrer Aktienoptionen gegen Kursrückgänge absichern können. Der Einsatz dieser Finanzderivate braucht dem Kapitalmarkt nicht zeitnah mitgeteilt zu werden; die Verletzung der Mitteilungspflichten wird kaum geahndet. Daher bieten sie sich besonders an, wenn das Management seine Entlohnungsrisiken möglichst unauffällig ausschalten möchte. Bettis, Bizjak und Lemmon zeigen, dass Zero Cost Collar-Transaktionen deutlich größere Volumina aufweisen als Transaktionen in Aktien, die am Kapitalmarkt sehr viel genauer wahrgenommen werden. Ferner werden diese Finanzderivate besonders häufig

nach einem Kursanstieg und vor Restrukturierungen eingesetzt. Aktienoptionspläne gehen auch hier ins Leere, denn sie entfalten keinen Anreizeffekt, sondern werden über Finanzderivate neutralisiert.

Diese Studien legen nahe, dass der Einsatz von Aktienoptionsplänen in den USA in etlichen Fällen zu fragwürdigem Verhalten von Managern geführt hat. Ursache dafür ist ein Umfeld, in dem Kapitalmarkt und Aktionäre die Handlungen des Managements nur ungenügend und nur mit deutlicher zeitlicher Verzögerung beobachten können und das Management dies ausnutzt.

### Anreizeffekt erhalten

Es genügt also nicht, die Aktionäre im Rahmen der Zustimmung zu Aktienoptionsplänen ex ante besser über deren Kosten zu informieren und ihnen in einem aussagekräftigeren Jahresabschluss ex post die Aufwendungen für Aktienoptionspläne zu zeigen. Denn dies stellt lediglich sicher, dass die Kosten von Aktienoptionsplänen transparent werden. Vielmehr muss zusätzlich sichergestellt werden, dass der Anreizeffekt von Aktienoptionsplänen erhalten bleibt. Daher muss gewährleistet sein, dass das Management diesen Anreizeffekten nicht durch geschicktes Umgehungsverhalten ausweichen kann. Dazu ist eine genaue Kontrolle und eine möglichst unverzügliche Information des Kapitalmarkts über die Finanztransaktionen des Managements erforderlich. Daran mangelt es nicht nur in den USA, sondern noch deutlich stärker in Deutschland. Dieser Mangel an Information erklärt auch, weshalb keine entsprechenden empirischen Untersuchungen zu deutschen Unternehmen vorliegen. Gelingt es nicht, auch diesen Mangel an Transparenz zu beseitigen, so dürfte der Argwohn von Aktionären gegenüber Aktienoptionsplänen zu Recht bestehen bleiben. Die Flexibilität von Aktienoptionsplänen in der Setzung von Anreizen kann nur dann sinnvoll genutzt werden, wenn Aktienoptionspläne unter so enger Überwachung eingesetzt werden, dass das Management sich der Anreizeffekte nicht entledigen kann. Gelingt dies nicht, verursachen Aktienoptionspläne nur Kosten und gehen ansonsten ins Leere.

*Axel F. A. Adam-Müller*



# Entwurf des IASB zur Bilanzierung von Aktienoptionen und ähnlichen Entgeltformen

Seit einigen Jahren wird heftig und kontrovers darüber diskutiert, ob und wie eine Entlohnung von Mitarbeitern mit realen Aktienoptionen im Jahresabschluss abgebildet werden soll. Dabei geht es vor allem um die folgenden zwei Kernprobleme:

- Ist die Gewährung von Aktienoptionen an Mitarbeiter als Aufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen?
- Wenn ja, wann und wie soll der Personalaufwand ermittelt werden?

Der International Accounting Standards Board (IASB) hat mit seinem Standardentwurf (Exposure Draft) ED 2 Share-Based Payment einen Lösungsvorschlag unterbreitet, der in weiten Teilen einem deutschen Regelungsentwurf folgt.

Der IASB schlägt vor, alle Geschäftsvorfälle, in denen Güter oder Leistungen im Tausch gegen Aktien oder aktienkursgebundene Gegenleistungen erworben werden, im Jahresabschluss zu erfassen. Erhält ein Unternehmen Güter, sind diese zu aktivieren und führen in der Folgezeit über Abschreibungen zu einem Aufwand. Sind die erhaltenen Leistungen nicht aktivierungsfähig (beispielsweise Arbeitsleistung der Mitarbeiter), müssen diese entsprechend der Leistungserbringung als Aufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst werden.

Aktienoptionen als Gegenleistung für empfangene Güter oder Leistungen können von einem Unternehmen sowohl

eigenen Mitarbeitern als auch Dritten gewährt werden. In Höhe des Werts der empfangenen Güter oder Leistungen muss das Unternehmen eine das Eigenkapital erhöhende Buchung vornehmen. Als Wert der Transaktion wird der beizulegende Zeitwert entweder der erhaltenen Leistungen oder der hingegebenen Eigenkapitaltitel gewählt, je nachdem, welcher dieser beiden Werte besser zu ermitteln ist. Im Fall der Mitarbeiterentlohnung wird davon ausgegangen, dass dies der anhand von Optionspreismodellen ermittelte Gesamtwert der Aktienoptionen im Zeitpunkt der Gewährung ist.

## Aktienoptionen periodengerecht im Jahresabschluss erfassen

Da an Mitarbeiter begebene Aktienoptionen in der Regel als Gegenleistung für künftig zu erbringende Leistungen gewährt werden, wird weiterhin ein Regelungs-vorschlag unterbreitet, wie der im Gewährungszeitpunkt ermittelte Gesamtwert der Aktienoptionen entsprechend den künftig erwarteten Mitarbeiterleistungen periodengerecht im Jahresabschluss erfasst werden soll. Ein Aufwand wird gemäß dem Vorschlag des IASB auch dann erfasst, wenn die Aktienoptionen aufgrund eines Kursverfalls wertlos werden und nicht ausgeübt werden können. Ein Aufwand wird auch dann weiterhin erfasst, wenn ein Unter-

nehmen einen Aktienoptionsplan kündigt. Ändert ein Unternehmen die Bedingungen eines Aktienoptionsprogramms während der Laufzeit, indem es beispielsweise den Ausübungspreis der Optionen anpasst, ändert sich auch der künftig zu erfassende Aufwand der Mitarbeiterleistungen.

Anstelle von Aktienoptionen kann ein Unternehmen auch am Aktienkurs orientierte Barvergütungen (Stock Appreciation Rights) gewähren. Dem Unternehmen entstehen durch die künftigen Mitarbeiterleistungen Verpflichtungen, die als Verbindlichkeit zu bilanzieren sind. Werden die Leistungen über einen längeren Zeitraum erbracht, ist die Verbindlichkeit zeitanteilig zu bilden. Der Gesamtwert der künftigen Mitarbeiterleistungen ist zunächst im Zeitpunkt der Zusage der Barvergütung anhand von Optionspreismodellen zu ermitteln. Zu jedem Bilanzstichtag hat eine ergebniswirksame Anpassung der Verbindlichkeit auf den beizulegenden Zeitwert zu erfolgen.

## Gewährung von Aktienoptionen an Mitarbeiter als Aufwand erfassen

Der Standard soll für Geschäftsjahre gelten, die nach dem 31.12.2003 beginnen. Auf Aktienoptionsprogramme oder Barvergütungsmodelle, die nach dem 7. November 2002 (Zeitpunkt der Veröffentlichung des Entwurfs) zugesagt wurden und deren Sperrfrist zum Zeitpunkt der Verabschiedung des Standards noch besteht, sind die Regelungen des Standards ab dem Geschäftsjahr, das nach dem 31.12.2003 beginnt, retrospektiv anzuwenden.

Der IASB hat mit seinem Standardentwurf ED 2 Share-Based Payment ein klares Signal gesetzt. Unternehmen haben die Gewährung von Aktienoptionen an Mitarbeiter künftig als Aufwand zu erfassen. Ausnahmen von dieser Regelung soll es nicht geben. Diesem Vorschlag wird hoffentlich auch die US-amerikanische Rechnungslegung (US-GAAP) folgen.

Markus Zeimes



# Stock Options als Entlohnungsform in Deutschland: Einige Fakten

Für die USA wurde festgestellt, dass der Anteil des Einkommens der Vorstandsvorsitzenden in 1999 zu 45 Prozent aus Aktien- und Optionsprogrammen stammte. In Summe stellt das National Center for Employee Ownership fest, dass von 1991 bis 1999 die Anzahl der Arbeitnehmer, die Mitarbeiteroptionen erhielten, von einer Million auf bis zu zehn Millionen gestiegen ist. Aber auch in Deutschland werden Stock Options zur Entlohnung von Mitarbeitern und Managern immer häufiger eingesetzt. Vielfältig sind die Argumente für und wider den Einsatz von Stock Options sowohl zur Entlohnung von Mitarbeitern als auch zur Entlohnung von Führungskräften. Zahlreiche Studien bemängeln aber insbesondere die fehlende Transparenz bei solchen Stock Option Programmen, insbesondere stellen viele Unternehmen ihre Optionsprogramme in nicht zufriedenstellender Weise dar.

So nutzen Unternehmen unter anderem Bilanzierungswahlrechte, um den mit den Optionsprogrammen verbundenen Personalaufwand nicht erfolgswirksam ausweisen zu müssen. Eine Studie (Hess, D. und Lüders, E., 2001, Mitarbeiteroptionen steigern den ausgewiesenen Gewinn: Eine Studie des NASDAQ

100, Finanzbetrieb, Beilage Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, Heft 1, 12-17) der im NASDAQ 100 gelisteten Unternehmen zeigt, dass das Ergebnis nach Steuern im Geschäftsjahr 1999 im Durchschnitt um 21,9 Prozent schlechter ausgefallen wäre, wenn die gesamten Kosten der Stock-Option-Programme erfolgswirksam verbucht worden wären. Während die US-amerikanischen Vorschriften relativ strikt sind und Unternehmen zumindest im Anhang Angaben über den mit den Optionsprogrammen verbundenen Personalaufwand machen müssen, sind die Regeln in Deutschland deutlich weicher, und entsprechend sind Informationen für Investoren oft schwer und nur unzureichend verfügbar.

Das ZEW hat für die im Frühjahr 2002 im DAX 30 sowie für die im ehemaligen NEMAX 50 gelisteten Unternehmen umfangreiche Angaben zu den Optionsprogrammen zusammengetragen und plant, diese Datenbasis kontinuierlich zu aktu-

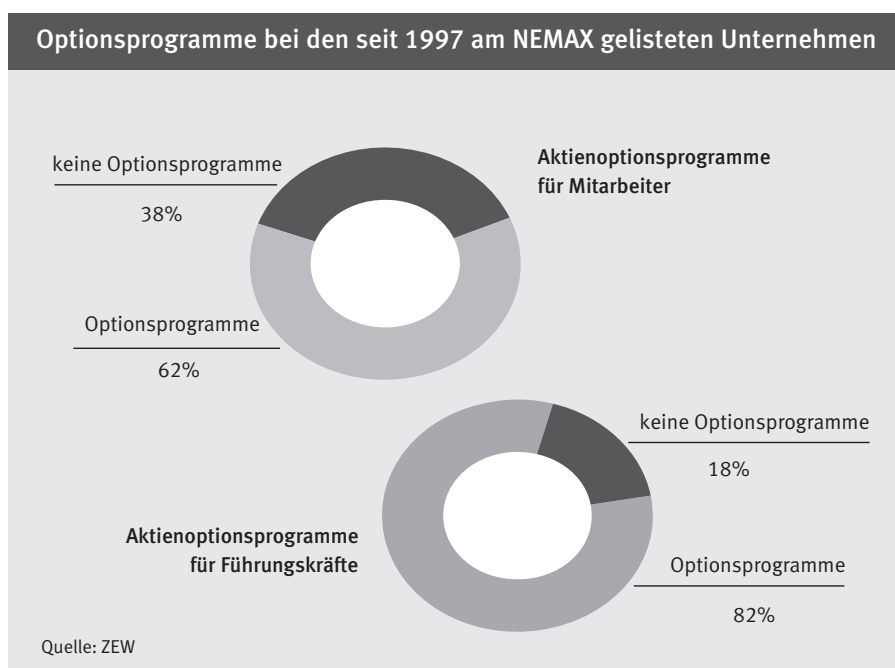


alisieren. Für die Datenbasis wurden alle Unternehmen ausgewählt, die im Frühjahr 2002 im entsprechenden Index gelistet waren.

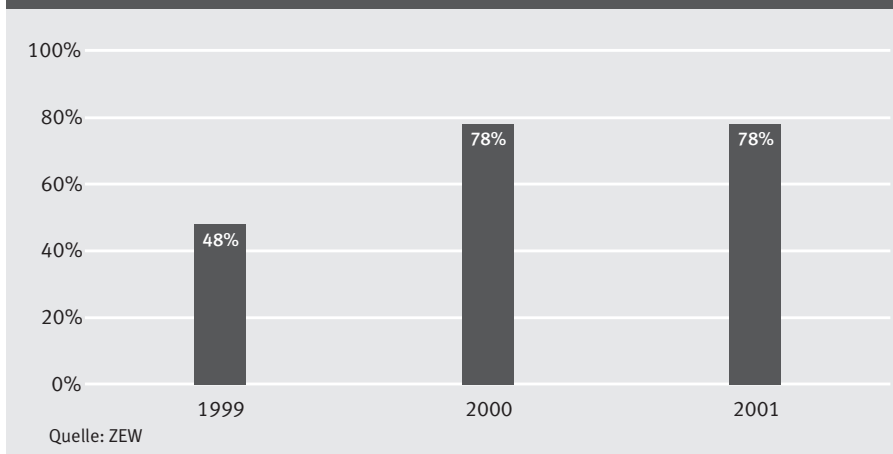
## Mitarbeiteroptionsprogramme am Neuen Markt

Für das Geschäftsjahr 2001 gaben 39 NEMAX 50-Firmen an, dass sie Optionen an Führungskräfte vergeben. Mitarbeiteroptionsprogramme werden seltener, aber insbesondere am Neuen Markt dennoch oft implementiert: Für das Geschäftsjahr 2001 gaben 33 NEMAX 50-Firmen an, dass sie Mitarbeiteroptionsprogramme einsetzten. Betrachtet man alle seit 1997 am Neuen Markt notierten Unternehmen, bei denen hinreichend Informationen verfügbar waren (bei 33 Unternehmen konnten die nötigen Informationen nicht ermittelt werden), so stellt man fest, dass mehr als 80 Prozent der Unternehmen Stock Options an Führungskräfte und etwas mehr als 60 Prozent der Unternehmen Stock Options an die Mitarbeiter vergeben haben.

Im Gegensatz zu den an der NASDAQ gehandelten Unternehmen konnten die NEMAX-Unternehmen als Alternative zur US-amerikanischen Rechnungslegung (US-GAAP) auch nach internationalen Vorschriften (IAS) bilanzieren. Dies ermöglichte bislang eine noch geringere Transparenz bei der Darstellung der Optionsprogramme. So konnte lediglich bei etwas mehr als 60 Prozent der NEMAX 50-Unternehmen mit Mitarbeiterop-



### Anteil der Unternehmen des NEMAX 50 mit Optionsprogrammen für Führungskräfte



tionsprogrammen für das Geschäftsjahr 2001 eine Schätzung des fairen Wertes der vergebenen Mitarbeiteroptionen ermittelt werden. Betrachtet man den Wert der vergebenen Mitarbeiteroptionen für diejenigen NEMAX 50-Unternehmen, bei denen der Wert der vergebenen Mitarbeiteroptionen ermittelt werden konnte und bei denen der ausgewiesene Gewinn positiv war, dann stellt man fest, dass eine erfolgswirksame Berücksichtigung der Mitarbeiteroptionsprogramme zu einer Senkung des ausgewiesenen Gewinns im Geschäftsjahr 2001 um rund 25 Prozent geführt hätte. Im Geschäftsjahr 2000 betrug diese Senkung noch etwa 12 Prozent.

Eine ökonomisch nicht korrekte Bilanzierung kann daher zu einer ganz er-

heblichen Verzerrung des ausgewiesenen Gewinns führen. Die bisherigen Regelungen für Deutschland scheinen nicht ausreichend zu sein, um eine klare und transparente Darstellung der mittlerweile weit verbreiteten Aktienoptionsprogramme zu gewährleisten. Der Entwurf des International Accounting Standard Boards (IASB) zur Bilanzierung von Aktienoptionen und ähnlichen Entgeltformen (siehe den Beitrag von Markus Zeimes auf Seite VI in dieser Ausgabe des ZEW Stock Option Watch) trägt der Bedeutung dieser Programme Rechnung. Die vorgeschlagenen Regelungen dürften in Zukunft zu mehr Transparenz bei den Personalkosten von Unternehmen führen.

*Erik Lüders und Dr. Michael Schröder*

### Die Autoren

#### Dr. Axel F. A. Adam-Müller

Adam-Müller ist Visiting Fellow am Stockholm Institute for Financial Research und Mitarbeiter im Center of Finance and Econometrics an der Universität Konstanz.

#### Prof. Dr. Günter Franke

Franke ist Leiter des Center of Finance and Econometrics an der Universität Konstanz, Inhaber des Lehrstuhls für Internationales Finanzmanagement an der Universität Konstanz und Forschungsprofessor am ZEW.

#### Ulrich Hocker

Hocker ist Hauptgeschäftsführer der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) e.V., Düsseldorf.

#### Erik Lüders

Lüders ist Mitarbeiter im Forschungsbereich Internationale Finanzmärkte, Finanzmanagement und Makroökonomie am ZEW sowie Mitarbeiter am Center of Finance and Econometrics der Universität Konstanz.

#### Dr. Michael Schröder

Schröder ist Leiter des Forschungsbereichs Internationale Finanzmärkte, Finanzmanagement und Makroökonomie am ZEW.

#### Markus Zeimes

Zeimes, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, ist Manager bei der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG. Er war in dieser Funktion von 2000 bis 2002 bei der KPMG in London tätig. Seit Februar 2002 ist Markus Zeimes Technical Director des Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee e.V. Dort beschäftigt er sich insbesondere mit Fragen der internationalen Rechnungslegung.

### Weiterführende Literatur

- Core, J. und W. Guay, 2001. Stock Option Plans for Non-Executive Employees, *Journal of Financial Economics* 61, 253-287.
- Guay, W., S.P. Kothari und R. Sloan, 2003. Accounting for Employee Stock Options, erscheint in *American Economic Review, Papers and Proceedings*.
- Franke, G., 2003. Kapitalmarktverfassung, Managerentlohnung und Bilanzpolitik, erscheint in *Festschrift für Laux*, Hrsg. Heike Schenk-Mathes, Entscheidung, Anreiz und Kapitalmarkt.
- Hess, D. und E. Lüders, 2001. Accounting for stock-based compensation: an extended clean surplus relation, *ZEW Discussion Paper No. 01-42*, Mannheim.
- Meulbroek, Lisa, 2001. The Efficiency of Equity-Linked Compensation: Understanding the Full Cost of Awarding Executive Stock Options, *Financial Management* 30, 5-30.
- Murphy, K., 1999. Executive Compensation, *Handbook of Labor Economics*, 3, North Holland.

### Schwerpunkt Stock Option Watch

Redaktion und Verantwortung: Erik Lüders (Universität Konstanz und ZEW), Telefon 07531/88-2541, Telefax 07531/88-3559, E-Mail lueders@zew.de; 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