

**Frank Alpenstädt**

Stock Options

Diplomarbeit

# BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei [www.GRIN.com](http://www.GRIN.com) hochladen  
und kostenlos publizieren



# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Motive und Wirkungen</b>	<b>5</b>
2.1	Shareholder Value-Konzept und Zielfunktion der Anteilseigner . . .	5
2.2	<i>Agency</i> -Theorie: Anreizsysteme und Prinzipal-Agent-Konflikt . . .	11
2.3	Konsequenzen von <i>Stock Options</i> -Plänen . . . . .	15
2.3.1	Managementkompensation . . . . .	15
2.3.2	Konsequenzen in der Anteilseignersphäre . . . . .	17
2.3.3	Accountingwirkungen . . . . .	19
2.3.4	Steuerrechtliche Behandlung . . . . .	21
2.3.5	Empirische Befunde . . . . .	24
<b>3</b>	<b>Anforderungen an eine strukturell zielgerechte Ausgestaltung</b>	<b>26</b>
3.1	Unternehmensendogene Anforderungen . . . . .	26
3.1.1	Begünstigtenkreis . . . . .	26
3.1.2	Objektivität der Ausgestaltung . . . . .	27
3.1.3	Dividendenneutralität – <i>Dividend Protection</i> . . . . .	28
3.1.4	Ausübungssperren – <i>Vesting Periods</i> . . . . .	29
3.1.5	Temporale Struktur . . . . .	30

3.1.6	Mindestrendite als Ausübungshürde . . . . .	30
3.1.7	Indexierung der Ausübungshürde . . . . .	32
3.1.8	Transparenz . . . . .	36
3.2	Externe Anwendungsprobleme . . . . .	38
3.2.1	Nicht börsennotierte Unternehmen . . . . .	38
3.2.2	Insiderrechtliche Probleme – <i>Trading Windows</i> . . . . .	39
3.2.3	Deutsches Aktienrecht . . . . .	39
3.2.4	Die Unternehmensverfassung in Deutschland . . . . .	40
3.2.5	Der imperfekte Kapitalmarkt in Deutschland . . . . .	41
<b>4</b>	<b>Die Bewertungsfrage</b>	<b>44</b>
4.1	Das „Nichtwirtschaftsgut“ Stock Options . . . . .	47
4.2	Der finanztheoretische „Normalfall“ der Kaufoption . . . . .	49
4.2.1	Wertbestimmende Faktoren eines Calls . . . . .	50
4.2.2	Optionsbewertung mit finanztheoretischen Modellen . . . . .	50
4.3	Der „Sonderfall“ Stock Options . . . . .	53
4.3.1	Strukturelle Restriktionen . . . . .	55
4.3.2	Empirische Auffälligkeiten . . . . .	56
4.4	Adjustierung der <i>Black/Scholes</i> -Formel . . . . .	59
4.4.1	Multiplikatoren-Ansatz . . . . .	59
4.4.2	Fluktuationskorrelation . . . . .	62
4.4.3	Indexierungs-Ansatz . . . . .	63
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>65</b>

# 1 Einleitung

**Problemstellung** Seit den 20er Jahren dieses Jahrhunderts findet die Vergütungsform *Stock Options* in den USA Verwendung und ist dort selbstverständlicher Bestandteil der Vergütungspakete des Managements börsennotierter Unternehmen [62]. Mit ihrem Einsatz wird das primäre Ziel einer Ausrichtung der Interessen des Unternehmensmanagements auf die Vermögensinteressen der Anteilseigner verfolgt.

Im Zusammenhang mit *Shareholder Value*-Konzeptionen halten *Stock Options* als anreizerhöhendes Mittel für Führungskräfte von Aktiengesellschaften in den letzten Jahren als ergänzender oder ersetzender neuer Bestandteil des variablen Teils der Kompensationspakete des Managements zunehmend auch Einzug in die deutschen Vorstandsetagen, gemessen an ihrer Marktkapitalisierung, großer deutscher Publikumsgesellschaften. So haben ungefähr zwanzig deutsche Publikumsgesellschaften *Stock Options*-Pläne aufgelegt oder planen dies [55, S. 250]. In den Tagesordnungen zu den Hauptversammlungen deutscher Publikumsgesellschaften, insbesondere supranational tätiger Unternehmen, finden sich daher in zunehmendem Maße für eine Beschlussfassung vorgelegte Maßnahmen über die Ermächtigung des Vorstands bezüglich der Ausgabe von Aktienoptionen oder Aktienoptionspaketen an die Führungskräfte. Als einschlägige Begründung der jeweiligen Anträge wird dabei die Angleichung an internationale Vergütungsstandards angeführt [9] [50, Anm. 9]. Die Kompensationszusancen scheinen sich entsprechend zugunsten von *Stock Options* zu ändern.

Angesichts der jahrzehntelangen Erfahrungen mit *Stock Options* im anglo-amerikanischen Raum erscheint es sehr verwunderlich, welche erheblichen Defizite und Unsicherheiten bezüglich der *Ausgestaltungsmerkmale* von *Stock Options* dortige Aktienoptionspläne aufweisen [100]. Ein *unreflektierter Import* des anglo-amerikanischen Vergütungsinstruments *Stock Options* birgt daher auch die

Gefahr der Übernahme der internationalen 'Gepflogenheit' einer aus Sicht der Aktionäre ineffizienten Gestaltung dieses Vergütungsinstrumentes.

**Begriff *Stock Options*** Der anglo-amerikanisch geprägte Begriff *Stock Options* lässt sich in das Deutsche inhaltlich treffend mit „Aktienoptionen“ oder „Aktienbezugsrechte“ übersetzen, bezeichnet aber in Wirtschaftswissenschaft und -praxis, auch im deutschen Sprachraum, im Zusammenhang mit Vergütungsfragen den *Spezialfall* der Verwendung von nichthandelbaren, speziell ausgestatteten Aktienoptionen als anreizerhöhendes Vergütungsinstrument für das Management einer Aktiengesellschaft. Angesichts der Gängigkeit englischer Sprachausdrücke in der Finanzierungstheorie und -praxis, insbesondere auch in diesem Fall, und nicht zuletzt mangels griffiger Alternative, findet im Folgenden weitgehend der englische Begriff Verwendung.

Es handelt sich bei Stock Options ihrer Struktur nach grundsätzlich um Kaufoptionen. Der Begünstigte bekommt das Recht, aber nicht die Pflicht eingeräumt, innerhalb einer bestimmten Frist (Laufzeit) oder zu einem bestimmten Zeitpunkt (Fälligkeit) Aktien des ihn beschäftigenden Unternehmens zu einem vorab definierten Preis (Ausübungspreis) zu kaufen. Zusätzliche Gestaltungsbesonderheiten stellen üblicherweise die Nichthandelbarkeit, Nichtübertragbarkeit und mögliche Ausübungssperrfristen dar. Ökonomisch ist der Begünstigte Inhaber einer Kaufoption, während das Unternehmen den Stillhalter darstellt [23, S. 667].

Die Begebung von Stock Options führt zu einer *funktional positiven Bindung* der Höhe der Vergütungen der begünstigten Personen und der Entwicklung des Aktienkurses bzw. des Aktionärsvermögens. Die Ausübung ist dabei umso vorteilhafter, je höher der Aktienkurs der Gesellschaft steigt [23, S. 667 ff.]. Steigt nun der Unternehmenswert, ausgedrückt in der Marktkapitalisierung des Unternehmens, so partizipieren die Führungskräfte aufgrund der Hebelwirkung von Optionen überproportional, indem sie die ihnen gewährten Optionsrechte auf firmeneigene Aktien ausüben. Die Differenz von dem Aktienkurs  $S_{t_1}$  zum Ausübungszeitpunkt  $t_1$  und dem zugrundeliegenden Basispreises  $B$ , mit dem die Option ausgestattet ist, stellt für die ausübende Person die unternehmenswertorientierte Vergütung dar. Üblicherweise werden Stock Options in Form von langlaufenden Aktienoptionsprogrammen oder -plänen (*SOP*) begeben. Typische Laufzeiten liegen zwischen fünf und zehn Jahren mit zu den *Restriktionen*

zählenden Ausübungssperren von üblicherweise zwei bis fünf Jahren. Wegen der aktienrechtlichen Zuständigkeitsordnung muss differenziert werden zwischen Stock Options für Vorstandsmitglieder und für Arbeitnehmer [42, S. 232].

**Entwicklungsstand** 1995 hatten 913 (87%) der 1048 größten marktnotierten Unternehmen in den USA Stock Options als erfolgsorientierten Teil der Vergütung an ihre Führungskräfte begeben [3, S. 6] (vgl. für weitere statistische Angaben [55, S. 249 f.]). Von der Öffentlichkeit wahrgenommen wurden in diesem Zusammenhang in der Vergangenheit die in ihrer Höhe übertrieben erscheinenden erfolgsabhängigen Vergütungen, basierend auf an das Management begebenen Stock Options. Diese bewegten sich mitunter im zehnstelligen Bereich.

Im internationalen Vergleich lässt sich in Bezug auf deutsche Verhältnisse feststellen, dass der relative erfolgsabhängige Vergütungsbestandteil deutscher Führungskräfte gering ist, auf Größen der Rechnungslegung beruht und dass erst vergleichsweise wenige börsennotierte Unternehmen Aktienoptionsprogramme auf der Ebene des Topmanagements eingeführt haben [69]. Erst mit den Stock Options-Hauptversammlungsbeschlüssen aus dem Jahre 1996 von der (vormals) *Daimler Benz AG* und der *Deutsche Bank AG* geht in Deutschland eine erhöhte Aufmerksamkeit und kritische Auseinandersetzung in der Öffentlichkeit sowie in der Wissenschaft einher [55, S. 250].

**Aufbau der Arbeit** Die vorliegende Arbeit analysiert das Vergütungsinstrument Stock Options. Im Mittelpunkt stehen dabei die aufgrund der verfolgten Anteilseignerziele bedingten Anforderungen an eine optimierte Ausgestaltung zur Formulierung effizienter Stock Options.

Das methodische Vorgehen der Arbeit stellt sich wie folgt dar. Im *zweiten Kapitel* werden die theoretischen Grundlagen, welche das Fundament bilden, aus dem die Rechtfertigung der Existenz von Stock Options abgeleitet wird, erörtert. Gegenstand des *dritten Kapitels* ist die praxisrelevante Diskussion der Anforderungen an die strukturelle Ausgestaltung von Stock Options, um einen optimierten und damit effizienten Einsatz dieses Vergütungsinstruments zu gewährleisten. In diesem Rahmen wird auch untersucht, inwiefern die Stock Options-Praxis mit den formulierten Anforderungen konform geht. Das *vierte Kapitel* beschäftigt sich mit der Frage der Bewertung von Stock Options, d. h., ob und unter welchen Annahmen Stock Options einer Bewertung zugänglich sind und zu welchen

Ergebnissen eine Stock Options-Bewertung unter Berücksichtigung der Bewertungsbesonderheiten führt, was u.U. Rückschlüsse hinsichtlich eines sinnvollen Einsatzes von Stock Options zulassen wird. Mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse und einem Ausblick schließt die Arbeit.

## 2 Motive und Wirkungen

Ziel der nachfolgenden Ausführungen ist die Darstellung der theoretischen Grundlagen für die Erklärung der Existenz des Vergütungsinstruments Stock Options. Insbesondere wird dabei Bezug genommen werden auf das Shareholder Value-Konzept und die *Agency*-Theorie. Den Auswirkungen des Einsatzes von Stock Options auf die tangierten *Stakeholder* Management, Aktionäre und Unternehmen ist der letzte Abschnitt dieses Kapitels vorbehalten.

### 2.1 Shareholder Value -Konzept und Zielfunktion der Anteilseigner

**Motive** Zu Beginn der 60er Jahre fanden im anglo-amerikanischen Raum Stock Options-Pläne vorwiegend bei jungen, innovativen Unternehmen Verwendung. Diese wollten, ohne ihre *Liquidität* belasten zu müssen, als attraktiver Arbeitgeber auftreten (1. Existenzmotiv). Dieser Zweck ist auch in jüngster Zeit wieder zunehmend zu beobachten [50]. Mit der Einführung von Stock Options wird dieses Ziel erreicht, da nunmehr den Mitarbeitern ohne eine Belastung der Liquidität des Unternehmens die Realisierung potentiell hoher und angemessener Vergütungen in Aussicht gestellt werden kann. Hinzu kommt aufgrund von Ausübungssperrioden gleichzeitige längerfristige *Bindung* wichtiger, leistungstragender Mitarbeiter (2. Existenzmotiv), mit dem Erfolg einer einhergehenden Immunisierung gegen Abwerbeversuche im Wettbewerb um Führungskräfte. In diesem Wettbewerb sind ohne Stock Options als variablem Vergütungsbestandteil gute Führungskräfte u.U. nicht zu gewinnen (3. Existenzmotiv) [81, S. 307, 313].

Stock Options fanden schon Jahrzehnte vor der '*Entdeckung*' oder besser