

Arne Schulz

Aktienkursorientierte Vergütungssysteme für Führungskräfte

Eine Analyse aus rechtlicher
und betriebswirtschaftlicher Sicht

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Carl-Christian Freidank



RESEARCH

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Symbolverzeichnis	XXXI
Abbildungsverzeichnis	XLVII
Tabellenverzeichnis	XLIX
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Themenabgrenzung.....	3
1.3 Gang der Untersuchung.....	6
2 Theoretische Grundlagen	9
2.1 Die moderne Investitions- und Finanzierungstheorie als Analyserahmen.....	9
2.1.1 Unternehmen als Instrument nutzenmaximierender Wirtschaftssubjekte.....	9
2.1.2 Zielträger von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen.....	10
2.1.3 Marktwertmaximierung als geeignete Zielfunktion.....	11
2.1.4 Berücksichtigung von Marktunvollkommenheiten.....	18
2.1.5 Principal-Agent-Konflikte bei managergeführten Unternehmen.....	25
2.1.5.1 Vorbemerkungen.....	25
2.1.5.2 Ansätze zur Lösung des Principal-Agent-Konflikts.....	26
2.1.5.3 Modelltheoretische Analyse des Principal-Agent-Konflikts.....	29
2.1.5.3.1 Annahmen.....	29
2.1.5.3.2 Formulierung des Entscheidungsproblems.....	35
2.1.5.3.3 First-best-Lösung.....	37
2.1.5.3.4 Second-best-Lösung.....	39
2.1.6 Zwischenergebnis.....	42
2.2 Der Shareholder-Value-Ansatz.....	43
2.2.1 Grundlagen.....	43
2.2.2 Ermittlung des Unternehmenswertes.....	48

2.2.2.1	DCF-Verfahren	48
2.2.2.1.1	Überblick	48
2.2.2.1.2	WACC-Ansatz	49
2.2.2.1.3	Total-Cashflow-Ansatz	54
2.2.2.1.4	APV-Ansatz	55
2.2.2.1.5	Equity-Ansatz	56
2.2.2.2	Ertragswertmethode	57
2.2.3	Wertlücken	59
2.2.4	Komponenten wertorientierter Unternehmensführung	61
2.2.4.1	Unternehmenswertorientiertes Controlling	61
2.2.4.1.1	Vorbemerkungen	61
2.2.4.1.2	DCF-Konzept nach RAPPAPORT	62
2.2.4.1.3	Wertsteigerungsansatz von COPELAND/KOLLER/MURRIN	63
2.2.4.1.4	EVA- (MVA-)Konzept	64
2.2.4.1.5	CFROI- bzw. CVA-Ansatz	67
2.2.4.2	Kapitalmarktorientierte Informationspolitik	69
2.2.4.3	Überwachungssysteme	74
2.2.4.4	Wertorientierte Vergütungssysteme	77
2.2.4.4.1	Anforderungen an ein Vergütungssystem	77
2.2.4.4.2	Komponenten eines wertorientierten Vergütungssystems	80
2.2.4.4.2.1	Bemessungsgrundlage	80
2.2.4.4.2.2	Entlohnungsfunktion	81
2.2.4.4.2.3	Aktienkursorientierte Entlohnungsformen	83
2.2.4.4.3	Aktioptionen als Instrument zur Lösung des Principal-Agent-Konflikts	84
2.2.4.4.4	Umsetzung eines Aktioptionsprogramms	86
2.2.4.4.4.1	Durchführungsvarianten	86
2.2.4.4.4.2	Ausgestaltungsmerkmale von Aktioptionsplänen	87
2.2.5	Zwischenergebnis	92
3	Rechtliche Rahmenbedingungen aktienkursorientierter Vergütungssysteme	95
3.1	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	95
3.1.1	Vorbemerkung	95
3.1.2	Vereinbarkeit von Aktioptionsplänen mit dem deutschen Aktienrecht	95
3.1.2.1	Die Leitungsverantwortung des Vorstands	95
3.1.2.2	Shareholder-Value-Ansatz und Unternehmensinteresse	96

3.1.2.3	Zulässigkeit einer variablen aktienkursorientierten Vergütung für Führungskräfte.....	100
3.1.3	Zuständigkeitsbereiche der Gesellschaftsorgane im Zuge der Umsetzung eines Aktienoptionsprogramms	103
3.1.3.1	Vorstand.....	103
3.1.3.2	Aufsichtsrat	106
3.1.3.2.1	Abschluss der Vergütungsvereinbarung mit den Vorstandsmitgliedern.....	106
3.1.3.2.1.1	Berücksichtigung im Anstellungsvertrag	106
3.1.3.2.1.2	Grundsatz der beschränkten Amtszeit.....	110
3.1.3.2.1.3	Grundsatz der Angemessenheit der Vorstandsbezüge.....	115
3.1.3.2.1.3.1	Gesamtbezüge als Bezugsgröße	115
3.1.3.2.1.3.2	Angemessenes Verhältnis zur Lage der Gesellschaft	117
3.1.3.2.1.3.3	Angemessenes Verhältnis zu den Aufgaben eines Vorstandsmitglieds	121
3.1.3.2.1.3.4	Weitere Beurteilungsmaßstäbe	126
3.1.3.2.1.3.5	Haftung und Schadensersatz	127
3.1.3.2.2	Sonstige Aufgaben des Aufsichtsrats	129
3.1.3.3	Hauptversammlung	130
3.1.4	Gesellschaftsrechtliche Aspekte unterschiedlicher Durchführungsvarianten von Aktienoptionsprogrammen	131
3.1.4.1	Vorbemerkungen	131
3.1.4.2	Ordentliche Kapitalerhöhung	132
3.1.4.3	Genehmigte Kapitalerhöhung.....	135
3.1.4.4	Bedingte Kapitalerhöhung.....	139
3.1.4.4.1	Eignung der bedingten Kapitalerhöhung für Aktienoptionsprogramme.....	139
3.1.4.4.2	Inhalte des Hauptversammlungsbeschlusses.....	144
3.1.4.4.2.1	Allgemeine Erfordernisse.....	144
3.1.4.4.2.2	Kreis der Bezugsberechtigten	146
3.1.4.4.2.3	Ausgabebetrag der jungen Aktien	147
3.1.4.4.2.3.1	Ausgangspunkt	147
3.1.4.4.2.3.2	Ansatzpunkte zur Gestaltung des Basispreises	149

3.1.4.4.2.3.3	Nachträgliche Anpassungen des Basispreises	151
3.1.4.4.3	Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen gemäß § 221 AktG i.V.m. § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG	159
3.1.4.4.3.1	Mitwirkungskompetenz der Hauptversammlung	159
3.1.4.4.3.2	Ausschluss des Bezugsrechts	161
3.1.4.4.3.2.1	Formelle Erfordernisse	161
3.1.4.4.3.2.2	Anwendbarkeit des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG	164
3.1.4.4.3.2.3	Erleichterungen durch das Siemens/Nold-Urteil des BGH	165
3.1.4.4.3.2.4	Materielle Erfordernisse	166
3.1.4.4.4	„Nackte“ Optionsrechte nach § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG	170
3.1.4.4.4.1	Zustimmungs- oder Ermächtigungsbeschluss	170
3.1.4.4.4.2	Erweiterte Beschlussinhalte nach § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG	172
3.1.4.4.4.2.1	Aufteilung auf bezugsberechtigte Gruppen	172
3.1.4.4.4.2.2	Erfolgsziele	173
3.1.4.4.4.2.3	Erwerbszeiträume	181
3.1.4.4.4.2.4	Wartezeit	182
3.1.4.4.4.2.5	Ausübungszeiträume	183
3.1.4.4.4.2.6	Freiwillige Festsetzungen	184
3.1.4.4.4.2.7	Rechtsfolgen bei Verstößen	186
3.1.4.4.4.3	Ausschluss des Bezugsrechts und Berichtspflicht des Vorstands	186
3.1.4.5	Absicherung von Optionsprogrammen durch den Erwerb eigener Aktien	189
3.1.4.5.1	Vorbemerkungen	189
3.1.4.5.2	Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG	192
3.1.4.5.2.1	Inhalte des Hauptversammlungsbeschlusses	192
3.1.4.5.2.2	Begrenzung des Erwerbsvolumens	194
3.1.4.5.2.3	Gleichbehandlungsgrundsatz nach § 53a AktG	196
3.1.4.5.3	Verwendung eigener Aktien zur Bedienung von Optionsrechten	197
3.1.4.6	Programmkauf	201

3.1.4.7 Virtuelle Aktienoptionen	203
3.1.5 Zwischenergebnis	205
3.2 Handelsrechtliche Behandlung kapitalmarktorientierter Vergütungssysteme	208
3.2.1 Vorbemerkungen	208
3.2.2 Bilanzielle Behandlung von Optionsprogrammen nach IAS/IFRS	210
3.2.2.1 Vorbemerkungen	210
3.2.2.2 IFRS 2 „Share-Based Payment“	211
3.2.2.2.1 Anwendungsbereich	211
3.2.2.2.2 Ansatz	213
3.2.2.2.2.1 Aktienkursorientierte Vergütungssysteme auf der Basis realer Optionen	213
3.2.2.2.2.2 Stock Appreciation Rights	215
3.2.2.2.2.3 Kombinationspläne	216
3.2.2.2.3 Bewertung	217
3.2.2.2.3.1 Gegenleistung in Form echter Eigenkapitalinstrumente	217
3.2.2.2.3.1.1 Höhe des Gesamtaufwands	217
3.2.2.2.3.1.2 Bewertungszeitpunkt	221
3.2.2.2.3.1.3 Zeitliche Verteilung	222
3.2.2.2.3.1.4 Nachträgliche Planänderungen	223
3.2.2.2.3.2 Gewährung von Stock Appreciation Rights	225
3.2.2.2.3.3 Besonderheiten bei Kombinationsplänen	226
3.2.2.2.4 Ausweis	228
3.2.3 Nationale Regelungen zur Abbildung aktienkursorientierter Vergütungsinstrumente im handelsrechtlichen Jahresabschluss	228
3.2.3.1 Ausgangslage	228
3.2.3.2 „Nackte“ Optionsrechte gemäß § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG	231
3.2.3.2.1 Ansatz	231
3.2.3.2.2 Bewertung und zeitliche Verteilung	236
3.2.3.2.3 Ausübung	239
3.2.3.3 Wandel- oder Optionsanleihen nach § 221 AktG i.V.m. § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG	240
3.2.3.4 Eigene Aktien	243
3.2.3.4.1 Bilanzierung nach geltendem Recht	243
3.2.3.4.1.1 Bilanzielle Behandlung zurückgeworbener eigener Anteile	243

3.2.3.4.1.2	Ausweis einer Verbindlichkeits- oder Drohverlustrückstellung	244
3.2.3.4.1.3	Bilanzielle Konsequenzen in Abhängigkeit vom Erwerbszeitpunkt.....	246
3.2.3.4.1.3.1	Rückkauf eigener Aktien bei Optionsausübung	246
3.2.3.4.1.3.2	Rückkauf eigener Aktien im Zeitpunkt der Gewährung	247
3.2.3.4.1.3.3	Rückkauf eigener Aktien während der Laufzeit des Optionsprogramms	249
3.2.3.4.2	Änderung der bilanziellen Behandlung eigener Aktien durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz.....	249
3.2.3.5	Programmkauf	250
3.2.3.6	Stock Appreciation Rights.....	252
3.2.3.7	Kombinationspläne.....	256
3.2.4	Transparenz von Aktienoptionsprogrammen.....	258
3.2.4.1	Notwendigkeit umfangreicher Publizitätsvorschriften.....	258
3.2.4.2	Nationale Regelungen zur Publizität von Aktienoptionsplänen.....	259
3.2.4.2.1	Einmalige Offenlegungspflichten.....	259
3.2.4.2.1.1	Einladung zur Hauptversammlung bzw. Bekanntmachung des Beschlusses	259
3.2.4.2.1.2	Vorstandsbericht im Sinne von § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG	260
3.2.4.2.1.3	Berichtspflicht des Vorstands nach § 71 Abs. 3 Satz 1 AktG	261
3.2.4.2.2	Laufende Offenlegungspflichten.....	262
3.2.4.2.2.1	Anhangangaben aufgrund von § 264 Abs. 2 Satz 2 HGB	262
3.2.4.2.2.2	Anhangangaben gemäß § 160 Abs. 1 Nr. 2, 3 und 5 AktG	263
3.2.4.2.2.3	Anhangangaben über die Höhe der Gesamtbezüge von Organmitgliedern	264
3.2.4.2.2.4	Vergütungsbericht.....	267
3.2.4.3	Aktienoptionsplanbezogene Angaben gemäß IAS/IFRS	270
3.2.5	Zwischenfazit	273
3.3	Steuerrechtliche Konsequenzen.....	275
3.3.1	Vorbemerkungen.....	275

3.3.2 Auswirkungen auf Ebene der Gesellschaft	275
3.3.2.1 Ausgabe „nackter“ Optionsrechte“ gemäß § 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG	275
3.3.2.2 Gewährung von Wandel- oder Optionsanleihen nach § 221 AktG i.V.m. § 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG	277
3.3.2.3 Bedienung der Optionen durch zurückgekaufte eigene Anteile	279
3.3.2.3.1 Maßgeblichkeit der handelsrechtlichen Behandlung für die Steuerbilanz	279
3.3.2.3.2 Auswirkungen des § 8b KStG	285
3.3.2.3.2.1 Nicht zu berücksichtigende Gewinnminderungen nach § 8b Abs. 3 KStG	285
3.3.2.3.2.2 Veräußerungsgewinnbefreiung nach § 8b Abs. 2 KStG	287
3.3.2.4 Programmkauf	288
3.3.2.5 Steuerrechtliche Behandlung virtueller Aktienoptionen	289
3.3.3 Steuerliche Behandlung von Stock Options auf der Ebene der Begünstigten	290
3.3.3.1 Vorbemerkungen	290
3.3.3.2 Qualifikation aktienkursorientierter Vergütungen als Arbeitslohn	291
3.3.3.3 Zuflusszeitpunkt und Bewertung des geldwerten Vorteils	293
3.3.3.3.1 Auffassungen im Schrifttum	293
3.3.3.3.2 Auffassung der Rechtsprechung und Finanzverwaltung	298
3.3.3.3.3 Übertragung der allgemeinen Grundsätze auf die einzelnen Durchführungsvarianten	299
3.3.3.4 Stock Options als Vergütung für eine mehrjährige Tätigkeit im Sinne von § 34 Abs. 2 Nr. 4 EStG	301
3.3.3.5 Lohnsteuerabzug	304
3.3.3.6 Besteuerung der Veräußerung bezogener Aktien	306
3.3.4 Zwischenfazit	307
3.4 Kapitalmarktrechtliche Aspekte von Aktienoptionsplänen	308
3.4.1 Vorbemerkungen	308
3.4.2 Insiderrechtliche Behandlung von Aktienoptionsplänen	310
3.4.2.1 Insiderrechtliche Rahmenbedingungen des WpHG	310
3.4.2.1.1 Insiderpapiere	310
3.4.2.1.2 Insiderinformationen	311
3.4.2.1.3 Insider	313
3.4.2.1.4 Insiderhandelsverbot	316
3.4.2.2 Auswirkungen des Insiderrechts auf die Phasen der Durchführung eines Aktienoptionsplans	319

3.4.2.2.1	Vorüberlegungen	319
3.4.2.2.2	Vorbereitung des Aktienoptionsplans	320
3.4.2.2.3	Bereitstellung der Optionsrechte	322
3.4.2.2.4	Beschaffung der zugrunde liegenden Aktien durch Rückkauf am Sekundärmarkt (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG)	323
3.4.2.2.5	Zuteilung der Optionen	324
3.4.2.2.6	Ausübung der Optionen	325
3.4.2.2.7	Veräußerung der bezogenen Aktien	331
3.4.3	Die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG	338
3.4.3.1	Vorbemerkung	338
3.4.3.2	Gesetzliche Grundlagen	339
3.4.3.3	Mehrstufige Entscheidungsprozesse	343
3.4.3.4	Ad-hoc-Publizitätspflichten bei der Umsetzung eines Aktienoptionsplanes	345
3.4.4	Zwischenfazit	348
4	Betriebswirtschaftliche Analyse von Optionsplänen	351
4.1	Untersuchung aus Sicht der Gesellschafter bzw. der Gesellschaft	351
4.1.1	Grundlagen	351
4.1.2	Erläuterung der Modellkomponenten	357
4.1.2.1	Zahlungsebene	357
4.1.2.2	Handelsrechtliche Ebene	358
4.1.2.3	Steuerliche Ebene	360
4.1.2.4	Struktur des Aktienoptionsprogramms	361
4.1.3	Analyse des Grundfalls	362
4.1.3.1	Vorbemerkungen	362
4.1.3.2	Ermittlung der Kosten der Durchführungsvarianten	365
4.1.3.2.1	„Nackte“ Optionsrechte	365
4.1.3.2.2	Wandel- und Optionsanleihen	370
4.1.3.2.3	Rückkauf eigener Aktien	376
4.1.3.2.4	Programmkauf	392
4.1.3.2.5	Stock Appreciation Rights	395
4.1.3.3	Beurteilung der relativen Vorteilhaftigkeit	400
4.1.4	Auswirkungen einer Variation der Rahmenbedingungen	409
4.2	Analyse der Anreizwirkungen ausgewählter Optionstypen	417
4.2.1	Vorbemerkungen	417
4.2.2	Bewertung ausgewählter Stock Options	419
4.2.2.1	Grundlagen des Bewertungsmodells	419

4.2.2.2	Traditional Stock Options.....	421
4.2.2.3	Premium Options.....	423
4.2.2.4	Performanceabhängige Optionen	424
4.2.2.5	Repricable Options	425
4.2.2.6	Indexgebundene Optionen.....	427
4.2.3	Einfluss der Ausgestaltungsmerkmale auf die Anreizwirkungen	428
4.2.3.1	Normierung der Optionsanzahl	428
4.2.3.2	Anreize zur Steigerung des Aktienkurses.....	431
4.2.3.2.1	Differentiation der Bewertungsgleichungen des Optionswertes.....	431
4.2.3.2.2	Anreizwirkungen einzelner Optionen im Gewährungszeitpunkt.....	433
4.2.3.2.3	Anreizwirkungen im Gewährungszeitpunkt bei normierter Optionsanzahl.....	435
4.2.3.2.4	Anreizwirkungen in Abhängigkeit von der Optionslaufzeit	441
4.2.3.3	Anreiz zur verstärkten Übernahme von Risiken	444
4.2.3.4	Anreiz zur Senkung der Dividendenzahlungen.....	447
4.2.3.5	Auswirkungen der Variation ausgewählter Ausgestaltungsmerkmale	450
5	Schlussbetrachtung.....	455
	Anhang	465
	Literaturverzeichnis.....	485