

Risser, Dominik; Fohler, Axel G.

Article

Aktionsoptionsprogramme: Anpassungsreaktionen und Nachverhandlungen aus vertragstheoretischer Sicht

Zeitschrift für Personalforschung (ZfP)

Provided in Cooperation with:

Rainer Hampp Verlag

Suggested Citation: Risser, Dominik; Fohler, Axel G. (2005) : Aktienoptionsprogramme: Anpassungsreaktionen und Nachverhandlungen aus vertragstheoretischer Sicht, Zeitschrift für Personalforschung (ZfP), ISSN 1862-0000, Rainer Hampp Verlag, Mering, Vol. 19, Iss. 1, pp. 64-83

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/105202>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Dominik Risser, Axel G. Fohler*

Aktienoptionsprogramme: Anpassungsreaktionen und Nachverhandlungen aus vertragstheoretischer Sicht**

Aktienoptionen haben als Vergütungsbestandteil von Führungskräften in den letzten Jahren auch in Deutschland eine stark zunehmende Verbreitung erfahren. Entwickelt sich der Aktienwert des Unternehmens positiv, erhält die Führungskraft hierdurch ein zusätzliches Entgelt. Liegt der zukünftige Aktienwert jedoch unter dem Basispreis, wird die Führungskraft davon absehen, seine Option zu wandeln, da die Option wertlos ist.

Vor dem Hintergrund einer anhaltenden Baisse an den Kapitalmärkten geraten die von den Unternehmen aufgelegten Aktienoptionspläne zunehmend unter Anpassungsdruck. Gegenstand des Beitrags ist es, in einem ersten Schritt die alternativen Anpassungsreaktionen aufzuzeigen. In diesem Zusammenhang wird die Nachverhandlung der Aktienoptionspläne aus vertragstheoretischer Sicht vorgestellt. In einem weiteren Schritt werden die Grenzen des vertragstheoretischen Rahmens aufgezeigt. Als Alternative zur vertragstheoretischen Betrachtung wird die Anreiz-Beitrags-Theorie angesprochen, die im Zusammenhang mit Aktienoptionsplänen bisher nur geringe Beachtung fand.

Executive Stock Options: Adjustment Reactions and Resetting under Contract-Theory

Stock options as a part of executive compensation have spread considerably in Germany in recent years. If the share price develops positively, the executive will gain additional income. If the future share price falls below the strike price, the executive will refrain from exercising the option because of the option being worthless.

During a market downturn period on financial markets, executive stock option plans are under pressure to be adjusted. The first objective of this article is to describe alternative adjustment reactions. In this context the repricing of executive stock options under contract-theory will be considered. The second objective is to show the limits of contract-theory within this area. As an alternative theoretical frame, inducements-contributions-theory is considered, which has as yet been rarely applied to the issue of executive-stock-options.

Key words: **Stock Options, Repricing, Contract-Theory, Adjustment Reactions, Inducement-Contributions-Theory**

* Dr. Dominik Risser, Jg. 1971, Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Trier, FB IV – Betriebswirtschaftslehre: Arbeit/Personal/Organisation, D – 54286 Trier. E-Mail: Dominik.Risser@uni-trier.de.

Dipl.-Kfm. Axel G. Fohler, Jg. 1974, Human Resources Manager bei der Henkel KGaA, HR Corporate Policies / Compensation & Benefits, Henkelstr. 67, D – 40191 Düsseldorf. E-Mail: Axel.Fohler@henkel.com.

** Artikel eingegangen: 27.12.2003
revidierte Fassung akzeptiert nach doppelt-blindem Begutachtungsverfahren: 22.11.2004.

1. Aktienoptionen als Instrument der Führungskräfteentlohnung

In Deutschland wurde die Einführung der ersten Aktienoptionsprogramme (AOP) bei der Deutschen Bank und beim Daimler-Benz-Konzern im Jahr 1996 bekannt. Das deutsche Aktienrecht sah eine indirekte Einbettung der Bezugsrechte in Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen des Unternehmens vor. Mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahr 1998 änderten sich die von anderen Ländern abweichenden rechtlichen Regelungen grundlegend. Der neugefasste § 192 II Nr. 3 Aktiengesetz (AktG) erlaubt nun eine direkte Gewährung von Bezugsrechten an Mitarbeiter und hat zu einer verstärkten Verbreitung von Aktienoptionen in Deutschland beigetragen. Im Jahr 1999 wurden insgesamt fast so viele Programme wie in den 13 Jahren zuvor eingeführt (FIDES Management Consultants 2000, 13).

In den Jahren 2000, 2001 und 2002 hat eine kontinuierliche Abwärtsbewegung an allen Aktienmärkten dieser Welt stattgefunden. Die nach dem Höchststand der Börsennotierungen im Frühjahr 2000 einsetzende substanzielle Talfahrt an den internationalen Börsen hat im Hinblick auf die Ausgestaltung von AOP bedeutende Schwächen bei den laufenden Programmen offenbart. Die Baisse-Entwicklung an den Börsen hat dazu geführt, dass die Aktienkurse unter die vertraglich vereinbarten Ausübungspreise gesunken sind. Aktienoptionen gerieten „aus dem Geld“, so dass die Optionsausübung bei vielen AOP in weite Ferne gerückt ist. Die intendierte monetäre Anreizfunktion ist daher für die Führungskräfte verloren gegangen (Hardes/Wickert 2002a, 26).

Um eine Wiederherstellung der langfristigen Anreize sicherzustellen, sind verschiedene Anpassungsreaktionen möglich. Diese betreffen allgemein die Änderung von Optionsbedingungen im Rahmen der gegebenen Gestaltungsparameter. Die bekannteste und in der Literatur am häufigsten diskutierte Anpassungsreaktion ist dabei das so genannte „Repricing“. In Baisse-Phasen an den Kapitalmärkten erfahren AOP durch Repricing eine nachvertragliche Revision (Hardes/Wickert 2002b, 338).

Ziel des Beitrags ist es, die verschiedenen möglichen Anpassungsreaktionen vorzustellen und diese in einem vertragstheoretischen Rahmen zu modellieren, um sie anschließend vertragstheoretisch auszulegen. Aus dieser Auslegung mit seinen restriktiven vertragstheoretischen Bedingungen folgt schließlich eine kritische Betrachtung, wobei die Anreiz-Beitrags-Theorie als alternativer Bezugsrahmen vorgestellt wird. Diese Art der Betrachtung von AOP findet keine weite Verbreitung in der Literatur. Üblicherweise stellt die Principal-Agent-Theorie den theoretischen Rahmen.

2. Anreiz- und Beteiligungssysteme

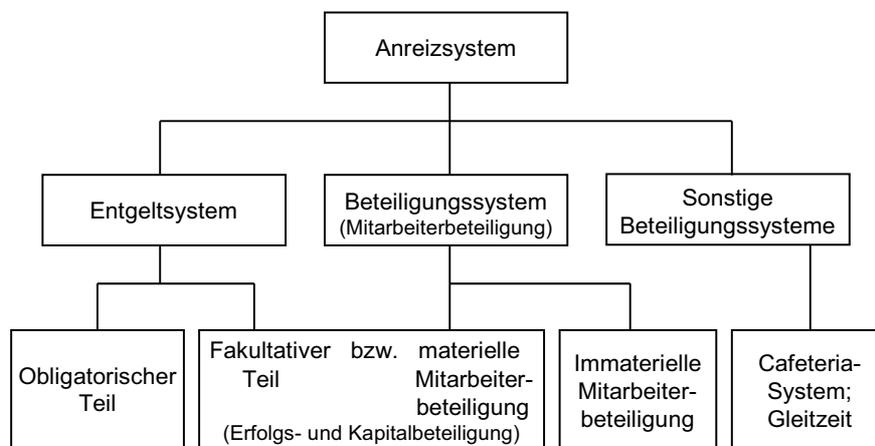
Das Entgeltsystem von Führungskräften besteht im Wesentlichen aus einem anforderungsorientierten Grundgehalt, aus leistungsbezogenen und vertraglich fixierten, variablen Entgeltbestandteilen sowie betrieblichen Sozial- und Zusatzleistungen. Durch variable Entgeltbestandteile, welche die Leistung der Führungskräfte an den Erfolg des Unternehmens koppeln, soll das Verhalten der Führungskräfte in Richtung strategisch relevanter Unternehmensziele gesteuert werden, da der Erfolg des Unternehmens abhängig vom Handeln und den Entscheidungen seiner Führungskräfte ist. Es handelt sich bei strategisch-orientierten Entgelt- und Beteiligungssystemen demnach

um ein Instrument, „welches das für die Durchführung der strategischen Führung verantwortliche Management zu einem intendierten, angemessenen Leistungsverhalten anregen, belohnen und steuern soll“ (Becker 1993, 321).

Entgeltsysteme sind Bestandteil des betrieblichen Anreizsystems. Die Führungskräfte können in Form von Erfolgs- und Kapitalbeteiligungen finanziell am ökonomischen Erfolg des Unternehmens beteiligt werden. Die Abbildung 1 zeigt, welche Entgelt- und Beteiligungskomponenten ein Anreizsystem enthält.

Abb. 1: Komponenten eines Anreizsystems

(Quelle: Becker 1993, 319)



Der Begriff der Kapitalbeteiligung setzt die schuld- und gesellschaftsrechtliche Verknüpfung von Mitarbeiter und Arbeitgeber voraus (Schneider 1991, 883). Mitarbeiterkapitalbeteiligung meint in diesem Sinne „ein Vertragsverhältnis zwischen Mitarbeiter und arbeitgebendem Unternehmen, aufgrund dessen der Mitarbeiter Anteile am Eigen- oder Fremdkapital des Unternehmens besitzt“ (Mez 1991, 2).

Mögliche Beteiligungsformen am Fremdkapital des Unternehmens sind Mitarbeiter-Darlehen, -Obligationen und -Schuldverschreibungen (Becker 1993, 329). Eine direkte Beteiligung am Grund- oder Aktienkapital der Gesellschaft erwirbt der Mitarbeiter durch Eigenkapital(ähnliche-)beteiligungen. Typische Formen sind u.a. Belegschaftsaktien, Stille Beteiligungen, Genussscheine, Genossenschaftsanteile und GmbH-Anteile. Aktienoptionen lassen sich ebenso den Eigenkapital(ähnlichen)beteiligungen zuordnen (Walti 1997, 10 f.).

Eine theoretische Begründung finden Anreiz- und Beteiligungssysteme in der Principal-Agent-Theorie, die einen Zusammenhang zwischen der Vergütung der Führungskräfte und dem Unternehmenserfolg erwarten lässt. Die Ergebnisse empirischer Arbeiten lassen diese Schlussfolgerung hingegen nicht uneingeschränkt zu. Untersuchungen von beispielsweise Baker/Jensen/Murphy (1988, 610 f.), Gomez-Mejia/Welbourne (1989, 228) oder Schwalbach/Graßhoff (1995, 203) zeigen, dass die Korrelation zwischen Managementvergütung und Unternehmenserfolg gering

ist. Die empirischen Arbeiten von Yermack (1995, 242) und Jensen/Murphy (1990, 227) vermögen die agencytheoretischen Begründungen nur sehr unvollständig zu bestätigen. Die Autoren ziehen aus ihren Ergebnissen den Schluss, „... that our results are inconsistent with the implications of formal agency models of complete contracting“ (Jensen/Murphy 1990, 227). Des Weiteren zeigt die hohe Korrelation zwischen Aktienkursverlauf verschiedener Unternehmen und makroökonomischen Einflüssen im Zeitverlauf, dass unternehmensspezifische Faktoren inkl. Managementleistung nur einen geringen Einfluss haben (Winter 1998, 1128-1129).

Erstaufliegend ist, dass trotz der empirisch nicht eindeutig nachzuweisenden Korrelation zwischen Managementvergütung und Unternehmenserfolg AOP in der Unternehmenspraxis eine Verbreitung erfahren. Die Begründung hierfür wird nicht abschließend durch die Principal-Agent-Theorie geleistet. Nichtsdestotrotz wird die Principal-Agent-Theorie monoparadigmatisch im Zusammenhang mit Managementvergütung sowie Formen der Gewinn- und Kapitalbeteiligung verwendet. Im Weiteren werden die Nachverhandlungen von AOP vertragstheoretisch betrachtet. Im Gegensatz zur agencytheoretischen Betrachtung werden hierbei neben der Leistung des Managements auch Marktexternalitäten, wie bspw. eine Baisse-Phase an den Kapitalmärkten, als wesentliche Komponente integriert.

3. Theoretischer Bezugsrahmen: unvollkommene Verträge

Die Vergütung von Führungskräften mit variablen Beteiligungsentgelten wie Aktienoptionen lässt sich in einen vertragstheoretischen Rahmen setzen. Im Allgemeinen treten in Arbeitsbeziehungen die Vertragsparteien in langfristig angelegte Austauschbeziehungen ein, denen i.d.R. unvollkommene Verträge zugrunde liegen. In diesen relationalen Vertragsbeziehungen können die Vertragsbedingungen nur unvollkommen festgelegt werden, so dass die ursprünglichen Vereinbarungen zwischen den Vertragsparteien neuen Umständen angepasst werden können.

3.1 Annahmen der Theorie unvollkommener Verträge

In Vertragsbeziehungen sind die Vertragspartner ökonomische Akteure. Sie verfolgen Ziele, die auf die Maximierung ihres individuellen Nutzens ausgerichtet sind (Tuschke 1999, 10), wobei die Vertragsparteien sich der Schwierigkeit gegenüber sehen, alle möglichen Zustände, Ereignisse und Eventualitäten, die während der Vertragslaufzeit auftreten können, vorherzusehen. Die Komplexität der Informationen und die Unsicherheit über zukünftige exogene und endogene Bedingungen fallen unter den Begriff der „begrenzten Rationalität“ (Simon 1957, 198).

Unterschiedliche und ungleichmäßig verteilte Informationen über das zukünftige Geschehen sowie die Handlungsmöglichkeiten und -absichten der Akteure beeinflussen die Vertragsvereinbarung und das sich daran anschließende Vertragsverhältnis (Sadowski 1999, 149-150). Eine asymmetrische Verteilung der Informationen ermöglicht den Vertragspartnern Handlungsspielräume. Die Nutzung von Informationsvorteilen zur Verfolgung eigener Interessen wird als Opportunismus bezeichnet. Crozier beschreibt opportunistisches Verhalten „... as the active tendency of the human agent to take advantage, in any circumstances, of all available means to further his own privileges“ (Crozier 1964, 194).

3.2 Transaktionskosten

Vollständige, kontingente Verträge sind aufgrund der ausgeführten Verhaltensannahmen zumeist nicht nur unmöglich, sondern sie sind außerdem mit zu hohen Kosten verbunden: „This observation has recently provoked significant interest in so-called *incomplete contracting* models, which assume that certain ‚transaction costs‘ prevent some aspects of the future trade from being contracted *ex ante* (while still allowing the parties to contract on these aspects *ex post*). Thus, the parties have to leave future outcomes open to future renegotiation, which compromises their incentives to undertake *ex ante* relationship specific investments” (Segal 1999, 57).

Nach Williamson (1999, 47) lässt sich jedes Problem, das direkt oder indirekt als Vertragsproblem formuliert wird, sinnvoll unter dem Aspekt der Transaktionskosteneinsparung untersuchen. In der Theorie umfasst der Vertrag als Transaktion den „Prozess der Klärung und Vereinbarung eines Leistungsaustausches“ (Picot 1982, 269), die damit verbundene Kontrolle und die bei sich ändernden Umweltbedingungen erforderlichen Anpassungen. Ein relevantes Vergleichs- und Effizienzkriterium im Kontext von Vertragsbeziehungen sind folglich die Transaktionskosten.

Ex-ante Transaktionskosten betreffen die Leistungen, die zum Abschluss einer vertraglichen Vereinbarung führen (Informations-, Verhandlungs- und Vereinbarungskosten). Ex-post Transaktionskosten umfassen die Kosten zur Absicherung, Durchsetzung und möglichen Anpassung der vertraglichen Vereinbarungen (Vertragsüberwachungskosten, Kosten der Lösung von Konflikten, Kosten von Nachverhandlungen). Die Theorie stellt insbesondere die Bedeutung von ex-post Transaktionskosten heraus, da „im Verlauf der Austauschbeziehung auftretende Probleme von den Transaktionspartnern nicht immer antizipiert werden können“ (Ebers/Gotsch 1993, 217 f.).

3.3 Relationale Vertragsbeziehungen

Nach Williamson/Wachter/Harris (1975, 261 ff.) werden vier verschiedene individualistische Vertragstypen für Arbeitsbeziehungen unterschieden: fixierte Zukunftskontrakte, bedingte Zukunftskontrakte („contingent claims contracts“), sequentielle Kurzfrist-Verträge („sequential spot contracts“) und relationale Verträge im Sinne von Autoritätsbeziehungen („authority relations“).

In *relationalen Verträgen* werden langfristige Vertragsbeziehungen anstelle aufeinanderfolgender Einzelverträge geschlossen. Leistung und Gegenleistung sind vage und ex-ante nicht geregelt. Gegen die Zahlung von Entgelt, welches vor Vertragsabschluss definiert wird, verpflichtet sich der Arbeitnehmer, den Weisungen des Arbeitgebers innerhalb bestimmter gesetzlich oder gerichtlich normierter Akzeptanzbereiche Folge zu leisten. Beide Parteien „... do not agree on all terms ex-ante, but ‚agree to agree later‘ – or better ‚agree to tell and be told“ (Williamson/Wachter/Harris 1975, 268).

In diesen auf Dauer angelegten Austauschbeziehungen werden i.d.R. unbefristete Verträge vereinbart. Sie können definiert werden als unspezifizierte, meist unbefristete Beziehungsverträge mit personenbezogenen sowie betriebsspezifischen Bindungen und enthalten ‚implizite‘ Elemente. Implizite Elemente sind stillschweigende Übereinkünfte, gewohnheitsmäßige Verhaltensweisen und Verhaltensregelmäßigkeiten (Schrü-

fer 1988, 28). Diese „Vereinbarungen“ sind nicht durch Gerichte oder andere Drittparteien erzwingbar, da sie einen „self-enforcing“-Charakter aufweisen (Ehrenberg/Smith 2003, 346 f.). Treu und Glauben steuern die Erwartungen und Verhaltensnormen der Vertragsparteien. Relationale Verträge basieren demzufolge auf einem Vertrauensverhältnis (Sadowski 2002, 77).

Aufgrund ihrer Offenheit und Unbestimmtheit sind relationale Verträge für langfristige Arbeitsbeziehungen am ehesten geeignet. Die Hauptpflichten der Vertragsparteien sind zwar explizit geregelt, Leistung und Gegenleistung lassen sich jedoch zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses nicht vollständig spezifizieren. So sind relationale Verträge eine Antwort auf die Unmöglichkeit vollständiger Verträge. Würden alle spezifischen Aufgaben der Arbeitnehmer ex-ante fixiert, würde dies die Flexibilität und das Anpassungspotenzial des Arbeitgebers als Reaktion auf sich ändernde Bedingungen begrenzen, und beide Vertragsparteien wären gezwungen, den Kontrakt mit jeder neu eintretenden Situation erneut zu verhandeln. „Anstelle einer vollständigen Spezifikation der Vertragsbeziehungen passen die Vertragspartner grundlegende Bedingungen entsprechend den jeweiligen Umweltzuständen an“ (Tuschke 1999, 22).

4. Aktienoptionsprogramme

AOP räumen den Führungskräften Rechte auf den Bezug von Aktien des arbeitgebenden Unternehmens ein. Auf einer ersten Ebene können AOP danach unterschieden werden, ob es sich um reale oder virtuelle Aktienoptionen handelt. Findet eine Übertragung der Aktien tatsächlich statt, d.h., ist der Bezug von Aktien Bestandteil des Programms, so wird von einem „Aktienoptionsplan“ gesprochen (auch „Stock Options“ oder „Stock Option-Pläne“). Die virtuelle Form von AOP beinhaltet i.d.R. sogenannte „Stock Appreciation Rights“. Bei virtuellen Optionen handelt es sich im Gegensatz zu „echten“ Optionen „nicht um eine Kapitalbeteiligung, sondern um eine am Shareholder Value orientierte Erfolgsbeteiligung, welche die Vergütung an die Unternehmensperformance am Kapitalmarkt anbindet“ (Achleitner/Wichels 2002, 14).

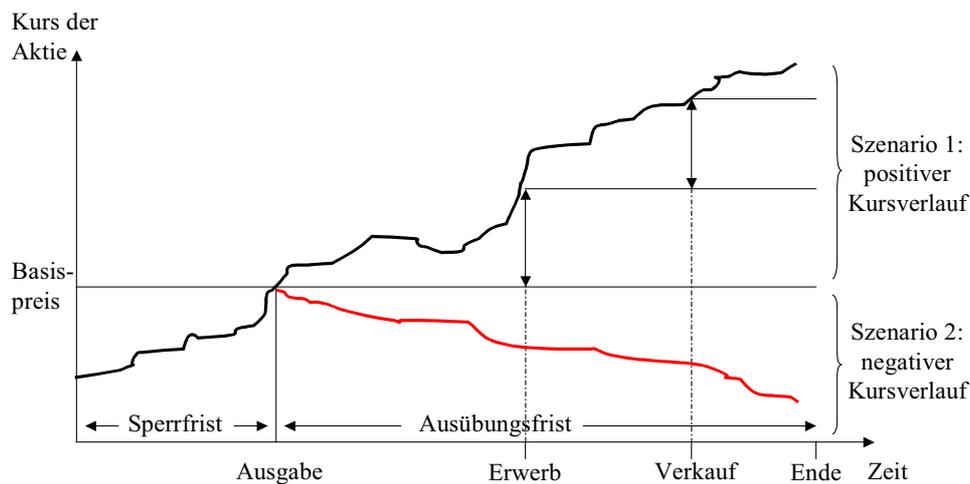
4.1 Systematik eines Aktienoptionsprogramms

Durch die Integration von AOP in das Vergütungssystem von Führungskräften besteht für die Bezugsberechtigten der Anreiz, bei einer positiven Aktienkursentwicklung an den Kursgewinnen zu partizipieren (Szenario 1 in Abb. 2). Dies entspricht der Grundsystematik aller Aktienprogramme, jedoch erleidet die Führungskraft bei Aktienoptionen im Gegensatz zum direkten Aktienbesitz keinen unmittelbaren Verlust, da die Optionen im Falle einer negativen Kursentwicklung verfallen. Der Gewinn für den Optionsinhaber ermittelt sich als Differenz zwischen dem aktuellen Aktienkurs und dem festgelegten Basispreis multipliziert mit der Anzahl der ausgeübten Optionen. Die Begünstigten profitieren ferner von der Optionen zugrunde liegenden Hebelwirkung. Diese besagt, dass bei gegebenem Kapitaleinsatz eine größere Sensitivität des Vergütungswertes auf den Aktienkurs besteht, da der Begünstigte durch den geringeren Wert je Option im Vergleich zur Aktie mehr einzelne Beteiligungsrechte erhält und dies zu einer überproportionalen Veränderung in deren Gesamtwert führt (Pertl/Nenning/Pichler 2002, 358).

Aufgrund dieses für Aktienoptionen kennzeichnenden asymmetrischen Risiko-Rendite-Profiles besteht für die Begünstigten, verglichen mit dem Aktienbesitzer, ein wesentlich größerer Anreiz, eine positive Kursperformance herbeizuführen (Achleitner/Wichels 2002, 13), denn die Beteiligung am Erfolg ist prinzipiell, falls das AOP keine Deckelung vorsieht, nach oben offen. Sofern der Begünstigte die durch Optionsausübung erworbenen Aktien nicht unmittelbar veräußert bzw. Haltefristen dies nicht zulassen, sind die Erträge durch die weitere Entwicklung des Börsenkurses risikobehaftet. Sollte das Szenario eintreten, dass nach Ablauf der Sperrfrist der Aktienkurs unterhalb des Basispreises verläuft, werden die Führungskräfte die gewährten Optionen nicht ausüben (Szenario 2 in Abb. 2). Für das Unternehmen stellt sich dann die Frage, inwieweit das AOP noch eine Anreizwirkung für das Management entfaltet. Die Abbildung 2 veranschaulicht die soeben dargelegte Systematik eines AOP.

Abb. 2: Systematik eines Aktienoptionsprogramms

(Quelle: Eigene Darstellung nach Achleitner/Wichels 2002, 12)



Mit der Einführung eines AOP werden verschiedene Zielsetzungen verfolgt, die sich vereinfacht in finanz- und personalwirtschaftliche Ziele unterscheiden lassen. Finanzwirtschaftliche Ziele betreffen zum einen die langfristige Unternehmenswertsteigerung und die Kopplung der Vergütungskosten an den Unternehmenserfolg (Spenner 1999, 30; Seibert 1998, 41), so dass sich die strategischen und operativen Entscheidungen des Managements an einem wertsteigernden Wachstum des Unternehmens orientieren. Zum anderen kann der Abfluss von Liquidität für Gehaltszahlungen begrenzt werden. Diese Schonung der Liquidität kann für (junge) Wachstumsunternehmen oder Unternehmen in der Sanierungsphase von Bedeutung sein (Kohler 1997, 256).

Personalwirtschaftliche Ziele von AOP sind Identifikations- und Bindungseffekte bei den Führungskräften. AOP erzeugen aufgrund ihres Miteigentümer-Charakters und ihrer langfristigen Ausrichtung eine stärkere Identifikation mit Unternehmenszie-

len; ein so genannter „spirit of ownership“ mit noch höherem Engagement wird angestrebt (Brinkkötter 2000, 664). Im nationalen und internationalen Wettbewerb um (hoch-) qualifizierte Bewerber erhöhen AOP die Attraktivität des Unternehmens auf dem Markt für Führungskräfte. Darüber hinaus entstehen Bindungseffekte, da AOP für die Begünstigten einen (zusätzlichen) erfolgsabhängigen Vergütungsbestandteil darstellen (Tuschke 2002, 54 f.; Baums 1997, 4).

Empirische Untersuchungen zeigen jedoch, dass die durch AOP erwünschte längerfristige Beteiligung am Eigenkapital des Unternehmens vielfach nicht zu Stande kommt. Die Begünstigten neigen offensichtlich dazu, signifikante Teile der erworbenen Aktien nach kurzer Zeit wieder zu verkaufen und Gewinne zu realisieren (Murphy 1999, 2534). Daher liegt die Interpretation nahe, dass sie die ihnen gewährten Optionen vorrangig als potenzielle variable Zusatzentgelte und weniger als längerfristige Kapitalbeteiligungen verstehen.

4.2 Gestaltungsparemeter

Die Gestaltung von AOP unterliegt verschiedenen rechtlichen und kulturellen Gegebenheiten, die zwischen einzelnen Ländern variieren. Aber auch innerhalb einzelner Rechtsräume – wie auch in Deutschland – haben sich unterschiedliche Formen herausgebildet, die häufig als unternehmensspezifische Systeme konzipiert sind. Dennoch lassen sich in der Praxis spezifische Parameter erkennen, an denen sich die Gestaltung der AOP orientiert.

Laufzeit

Die Laufzeit beinhaltet den Zeitraum zwischen der Zuteilung der Optionen bis zum letztmöglichen Ausübungstermin, an dem die Optionen wertlos verfallen. Um die angestrebte nachhaltige Wertsteigerung des Unternehmens zu erreichen, muss die Laufzeit „der Langfristigkeit des Anreizsystems Rechnung tragen und verhindern, dass das Management für kurzfristige Kurssteigerungen belohnt wird“ (Klemund 1999, 74). Die Bandbreite der Laufzeiten in der Praxis reicht üblicherweise von drei bis zehn Jahren.

Basispreis

Der Basispreis („strike price“) ist zum Zeitpunkt der Ausübung der Option zu entrichten und ist während der Laufzeit des Programms in der Regel unveränderlich. Die Bestimmung des Basispreises kann „in-the-money“, „at-the-money“ oder „out-of-the-money“ erfolgen (Klemund 1999, 72).

Bei „in-the-money“-Optionen („im Geld“) liegt der Bezugspreis unter dem aktuellen Marktwert. Aufgrund der offensichtlichen Ungleichbehandlung von Aktionären und Begünstigten ist diese Basispreisgestaltung abzulehnen, denn bei Auflage des AOP profitieren die Berechtigten bei gleichzeitiger Aufweichung des Shareholder Values für die Anteilseigner.

Bei „at-the-money“-Optionen („am Geld“) orientiert sich der Bezugspreis am aktuellen Aktienkurs, d.h., er entspricht dem Börsenkurs am Tag der Zuteilung der Optionen. Diese gilt als die übliche Form der Basispreisgestaltung.

„Out-of-the-money“-Optionen („aus dem Geld“) kennzeichnen die Ausgabe der Optionen oberhalb des aktuellen Marktwertes. Folglich muss der Aktienkurs erst auf die Höhe des Basispreises gesteigert werden, damit eine Ausübung möglich wird. Eine (erste) Kurssteigerung kommt ausschließlich den Aktionären zu Gute, während die Begünstigten erst von einem Kursanstieg oberhalb des Basispreises profitieren (Achleitner 2002, 19).

Sperrfrist

Die Sperrfrist ist eine Wartefrist („vesting period“) und fixiert den frühestmöglichen Ausübungstermin der Option. Das KonTraG sieht eine gesetzliche Sperrfrist von mindestens zwei Jahren vor, eine Frist von drei Jahren ist nach der Gesetzesbegründung jedoch zu bevorzugen (Einem/Pajunk 2002, 110). Sperrfristen verhindern eine sofortige Ausübung der Option, so dass die Begünstigten keine Entscheidungen treffen, die zwar kurzfristige Kurssteigerungen zur Folge haben, auf mittel- oder langfristige Sicht aber nicht zum Shareholder Value beitragen (sog. „Kurzfristdenken“). Gestaffelte Sperrfristen, wonach beispielsweise nach zwei, drei und vier Jahren jeweils ein Drittel der Optionen aus einem Jahr ausgeübt werden dürfen, dienen der Abfederung allgemeiner Börsenmarktentwicklungen. Dies wird auch als „Ratable Vesting“ bezeichnet und steht dem zuvor beschriebenen „Cliff Vesting“ gegenüber, bei dem nach Ablauf der Sperrfrist sämtliche Optionen gleichzeitig ausgeübt werden können (Kramarsch 2000, 177).

Haltefrist

Haltefristen bezeichnen das Verbot des sofortigen Verkaufs der durch die Ausübung der Optionen erworbenen Aktien (Achleitner/Wichels 2002, 20), so dass die Bezugsberechtigten die Aktien erst nach Ablauf einer in den Ausübungsbedingungen festgelegten Zeitspanne veräußern dürfen. Haltefristen fördern zugleich die Verankerung des Shareholder Value-Gedankens bei den Begünstigten. Durch Haltefristen wird daher einer Kurzfristorientierung in der Unternehmenspolitik entgegen gewirkt (Menichetti 1996, 1691).

Erfolgsziele

Bei Erfolgszielen handelt es sich um so genannte „rechtliche Hürden“ bzw. Bedingungen, die erfüllt werden müssen, damit eine Ausübung der Optionen möglich wird. Dabei kommen absolute und relative Ausübungsschwellen in Betracht (Winter 2003, 130).

Absolute Hürden stellen auf eine spezifische Mindestentwicklung ab, bei der der Aktienkurs den Basispreis um einen definierten Prozentsatz übersteigen muss, damit die Optionen ausgeübt werden dürfen. Werden relative Erfolgsziele in den Bedingungen festgelegt, muss die eigene Aktienkursentwicklung besser sein als die Entwicklung eines Referenzindices („Benchmarking“) (Menichetti 1996, 1690). Es besteht damit die Anforderung, diesen Index zu übertreffen. In Betracht kommen Gesamtmarkt- und Branchenindices sowie eigens gebildete Konkurrenzindices („Peer Group“). Schließlich existieren kennzahlenbasierte Erfolgsziele, bei denen das Erreichen bestimmter Kennzahlen aus dem internen Rechnungswesen Voraussetzung für die Ausübung von Optionen ist.

5. Anpassungsreaktionen bei Aktienoptionsprogrammen

5.1 Anpassungsbedarf in Baisse-Phasen der Kapitalmärkte

In den 90er Jahren konnte eine kontinuierliche Aufwärtsbewegung an den internationalen Börsen beobachtet werden. Im Frühjahr des Jahres 2000 erreichten viele internationale Börsenindices ihre absoluten Höchststände. Der DAX notierte im März 2000 bei 8064,97 Punkten. In der Folgezeit hat eine substantielle Talfahrt an den internationalen Kapitalmärkten stattgefunden, die nicht nur Unternehmen der „New Economy“ sondern durchweg alle Branchen erfasste. Die Abwärtsbewegung an den Börsen wurde zudem durch die Ereignisse des 11. Septembers 2001 beschleunigt. Die Abbildung 3 veranschaulicht die allgemeine Börsenentwicklung der letzten 15 Jahre.

Abb. 3: Entwicklung des Deutschen Aktienindex (DAX)

(Quelle: boerse-online.de, Zugriff 11.03.2003)



In Zeiten der Kapitalmarkt-Baisse stellt sich für die Unternehmen die Frage, inwieweit die eingeführten AOP noch immer die gewünschten Anreizwirkungen für die Begünstigten erzeugen. Es fehlt den Unternehmen i.d.R. an einer langjährigen Erfahrung, wie bei AOP auf bestimmte Entwicklungen wie beispielsweise der Veränderung des Kapitalmarktes zu reagieren ist (Hölscher/Sauerborn 2000, 524). Für die Unternehmen ist aber eine kritische Würdigung ihrer AOP in dieser Situation von Notwendigkeit (Grimm/Kiesel 2002, 102). Speziell diejenigen Programme, die im Jahre 1999 oder im Verlauf des Jahres 2000 zu Zeiten hoher Aktienkurse aufgelegt worden sind, leiden unter dem Abwärtstrend an den Aktienmärkten. Deren Ausübungszeiträume haben aufgrund einer mindestens zwei- manchmal aber auch dreijährigen Wartefrist gerade in Zeiten sehr niedriger Aktienkurse begonnen. Die Baisse-Phase an den Aktienmärkten hat also unmittelbare Auswirkungen auf die AOP. Die Aktienkurse der Unternehmen sind zumeist unterhalb der Ausübungspreise der Aktienoptionen gesunken. Die gewährten Optionen sind „out-of-money“ bzw. „underwater“ geraten.

Ein konkreter Anpassungsbedarf lässt sich bei spezifischen Varianten von AOP erkennen. Dies betrifft insbesondere standardmäßige Gestaltungsformen, die sich aus bestimmten Parametern oder deren Kombination, wie z.B. mittelfristige Laufzeiten, keine Vereinbarung von Haltefristen, Ausübungspreise „at-the-money“ und an unteren Zeitgrenzen orientierte Sperrfristen näherungsweise umschreiben lassen. Typisches und besonderes Problem standardmäßiger Gestaltungsformen ist die Vereinbarung absoluter Erfolgsziele. Absolute Erfolgsziele sind exogenen Markteinflüssen systematisch ausgesetzt (Hardes/Wickert 2002a, 23). Hierdurch erhalten die Begünstigten bei gemessen am Marktdurchschnitt unterdurchschnittlicher Leistung des Unternehmens einerseits riesige Zufallsgewinne („windfall profits“) aus einer lange andauernden Börsenhausse (Rappaport 1999, 136). Im umgekehrten und hier relevanten Fall können aber „windfall losses“ eintreten, obwohl ein Unternehmen möglicherweise Wert geschaffen hat.

Eine Baisse-Entwicklung an den Kapitalmärkten deckt also die Funktionsmängel und Fehlspezifikationen bestimmter Ausgestaltungsvarianten von AOP auf. Als Reaktion darauf dürften gezielte Anpassungsreaktionen vorgenommen werden. Im folgenden Abschnitt werden verschiedene Anpassungsmaßnahmen vorgestellt.

5.2 Alternativen der Anpassung

Verzicht auf Anpassungsreaktionen

In Betracht kommt zunächst der Verzicht auf eine Anpassungsreaktion des Unternehmens. Zum einen können Anpassungsmaßnahmen dann unterbleiben, wenn die monetären Anreizwirkungen trotz Baisse-Phase der Kapitalmärkte weiter für den begünstigten Personenkreis gegeben sind. Diese AOP sind durch ihre Parameter so gestaltet, dass für die Begünstigten auch bei negativer Kursentwicklung ein Leistungsanreiz fortbesteht. Zum anderen kann das Unternehmen zu abwartendem Verhalten tendieren, um die weitere Entwicklung der Aktienmärkte abzuwarten. Eine Nichtreaktion auf sinkende Kurse kann bei einer kurzfristig negativen Entwicklung keinen Schaden anrichten (Grimm/Kiesel 2002, 103). Aufgrund der Interdependenz zwischen Kapital- und Arbeitsmärkten könnte eine Anpassungsreaktion auch unterbleiben, da angenommen wird, dass alternative Beschäftigungsmöglichkeiten für die Führungskräfte schwinden und somit eine geringere Gefahr ihrer Abwanderung besteht.

Anhebung fixer Entgeltkomponenten

Wird dagegen angenommen, dass für die Führungskräfte alternative Beschäftigungsmöglichkeiten bestehen, kann vor dem Hintergrund wertloser Aktienoptionen von einem erhöhten Fluktuationsrisiko ausgegangen werden. Führungskräfte könnten bei gleichzeitig hohem Wissens- und Erfahrungsabfluss ihre Unternehmen verlassen, „um an anderer Stelle von höheren Fixgehältern zu profitieren“ (Pertl/Nenning/Pichler 2002, 352). Dieser Entwicklung kann durch eine eigene Anhebung fixer Entgeltbestandteile begegnet werden.

Veränderung der Ausübungshürden

In Betracht kommt des Weiteren eine Veränderung der Ausübungshürden (Hardes/Wickert 2002a, 26). So können Ausübungshürden zum einen in ihrer absoluten Höhe

geändert werden. Beispielhaft kann hier anekdotisch das Unternehmen Infineon AG genannt werden. Der Aktienoptionsplan aus dem Jahr 1999 sah eine fixe absolute Ausübungshürde von 20 % vor. Diese wurde durch den folgenden Aktienoptionsplan (2001) auf 5 % angepasst. Begründet wurde die Änderung mit der Anpassung an internationale Standards.

Zum anderen kann eine Entscheidung zur Implementierung relativer Ausübungshürden getroffen werden. Relativen Ausübungshürden liegt eine Performancemessung mittels Benchmarking und eine Belohnung für eine „überlegene Performance“ zugrunde (Rappaport 1999, 136 f.). Eine Indexanbindung ermöglicht daher eine gerechte Belohnung von überdurchschnittlichen Leistungen auch in Zeiten eines negativen Börsenumfeldes, sofern sich die Aktie trotz negativer Rendite besser als der Vergleichsindex entwickelt. Zudem werden die aus Börsenhaussen resultierenden und für absolute Performancemaßstäbe charakteristischen Mitnahmegewinne in Form von allgemeinen Kurssteigerungen vermieden.

Verlängerung der Ausübungszeiträume

Als weitere Anpassungsmaßnahme ist die Verlängerung der Ausübungszeiträume zu nennen (Harden/Wickert 2002a, 26). Innerhalb dieses Zeitraums, dessen Beginn durch die Länge der Sperrfrist bestimmt wird, ist eine Ausübung der Option möglich. Das Ende einer Baisse-Phase kann in der Regel nicht abgesehen werden, da die Entwicklung der Börsen zahlreichen externen Einflüssen unterliegt. Eine Dehnung des Ausübungszeitraums erhöht aber die Wahrscheinlichkeit, dass der Börsenkurs zu einem späteren Zeitpunkt wieder oberhalb des Basispreises verläuft und so eine Ausübung der Optionen möglich wird.

Repricing

Im Zusammenhang mit Baisse-Phasen an den Kapitalmärkten erfährt die Anpassungsmaßnahme des Repricing in der Literatur sowie in der Wirtschaftspresse große Aufmerksamkeit. Das Repricing umfasst zwei alternative Maßnahmen, die folgendermaßen definiert werden: „The term „repricing“ refers specifically to a reduction of the exercise price of an employee stock option plan during the contract term (Pirchegger 2002, 80).“ *“Repricing is the practice of cancelling underwater options (options whose exercise price is greater than the current stock price) and reissuing options with a lower price”* (Saly 1994, 325).

Im ersten Fall handelt es sich um eine nachvertragliche Anpassung des Ausübungspreises nach unten. Bedingt durch die Kurseinbrüche erfolgt eine Korrektur der Basispreise in Richtung der aktuellen Aktienkurse bzw. gar unter die jeweiligen Marktwerte („in-the-money“), damit die gewährten Optionen während der Vertragslaufzeit nicht ihren Wert verlieren. Die zweite Alternative beschreibt, dass wertlose Optionen gegen neue, angepasste Optionen eingetauscht werden. In diesem Fall wird auch von „Option Swaps“ gesprochen. Somit verbessert ein Repricing, in welcher Form auch immer, die zukünftige Chance auf eine Optionsausübung, und die Begünstigten erfahren verbesserte Aussichten auf einen Kapitalgewinn.

Sonstige Anpassungsreaktionen

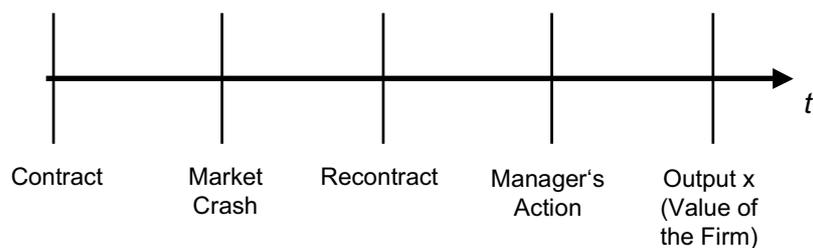
Die bis hierhin dargestellten Anpassungsreaktionen lassen sich als eine nachvertragliche Anpassung im Rahmen der Theorie unvollständiger Verträge interpretieren. In der Literatur werden weitere Anpassungsmaßnahmen in Baisse-Phasen der Kapitalmärkte angeführt (Hardes/Wickert 2002a, 26 f.). Zu diesen Maßnahmen gehört das Eigeninvestment der Begünstigten, die Staffelung von Sperrfristen und die Vereinbarung von entsprechenden Haltefristen.

5.3 Nachverhandlungen

Die bisherigen Ausführungen haben gezeigt, dass sich während der Vertragslaufzeit von AOP neue Umstände wie eine Börsenbaisse ergeben können, die Unternehmen dazu veranlassen, die Anreizfunktion ihrer Entgeltverträge zu überprüfen. Weisen die Programme Funktionsmängel im Hinblick auf die intendierte Anreizwirkung auf, hat der Entschluss des Unternehmens zur Anpassung spezifischer Optionsbedingungen an die neuen Rahmenbedingungen Nachverhandlungen zwischen beiden Vertragsparteien zur Konsequenz. Hinsichtlich der theoretischen Fundierung von Nachverhandlungen bietet die Literatur unterschiedliche, aber in vielen Punkten ähnliche Modelle (Aghion/Dewatripont/Rey 1994, 257-282; Fudenberg/Tirole 1990, 1279-1319). Drei dieser Modelle sollen im Folgenden komprimiert dargestellt werden.

Im Modell von Saly (vgl. Abb. 4) sind Nachverhandlungen nach einem Börsen-crash vorgesehen. Diesem Modell liegt die Annahme zugrunde, dass die Nachverhandlung eintritt, bevor der Manager eine Handlung bzw. Leistung gezeigt hat, und dass er jederzeit das Unternehmen verlassen kann. In dieser Struktur ermöglicht die Nachverhandlung eine Berücksichtigung von externen Umständen, um so die Anreizstruktur der gegebenen Situation anzupassen. Nach Saly (1994, 328 ff.) ist eine Anpassung durch Nachverhandlungen effizient, wenn vollständige Verträge aufgrund von Vertragskosten nicht realisierbar sind.

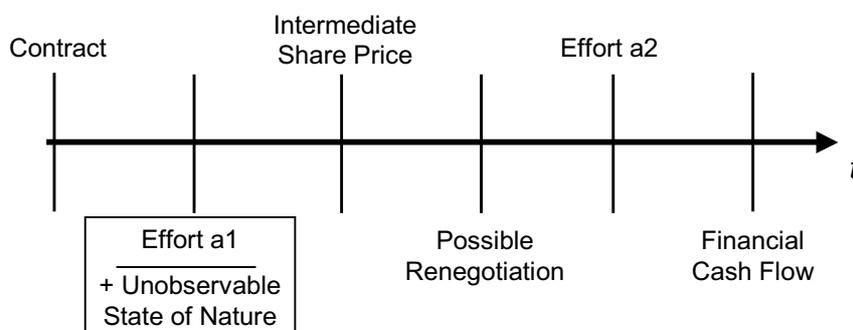
Abb. 4: Modell der Nachverhandlung nach Saly (Quelle: Saly 1994, 329)



Acharya/John/Sundaram (2000, 71 ff.) (vgl. Abb. 5) haben eine Struktur entworfen, in der der Manager Leistungen („effort“) zu zwei verschiedenen Zeitpunkten zeigt. Nachverhandlungen sind möglich, nachdem ein zwischenliegender Aktienkurs beobachtbar ist und bevor der Manager eine zweite Leistung zeigt. Die Höhe des Aktienkurses beruht auf der ersten Leistung des Managers und einem so genannten „unobservable state of nature“, einem nicht beobachtbaren Umweltzustand.

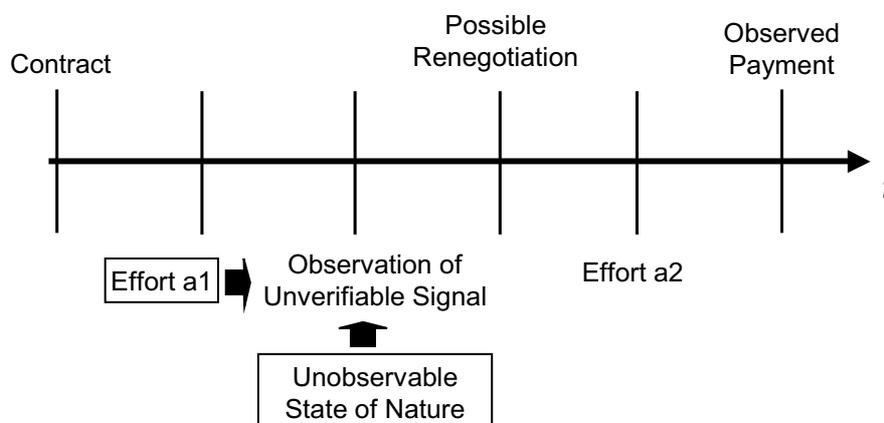
Abb. 5: Modell der Nachverhandlung nach Acharyac et al.

(Quelle: Acharya/John/Sundaram 2000, 71 ff.)



Das Modell von Pirchegger (2002, 82 ff.) (vgl. Abb. 6) setzt eine ähnliche Folge von Ereignissen voraus wie die Struktur von Acharya/John/Sundaram, weist aber auch bedeutende Unterschiede auf. Bei Acharya/John/Sundaram werden während der Vertragslaufzeit Informationen über die Leistung des Managers und den Umweltzustand zu Tage gebracht. Pirchegger nimmt an, dass beide Parteien ein Signal beobachten. Dieses Signal enthält Informationen über den „final share value“, ist aber nicht nachprüfbar oder kontrollierbar. Es zeigt unter Umständen an, dass es nützlich ist, den Vertrag nachzuverhandeln. Der wichtige Unterschied zum Modell von Acharya/John/Sundaram besteht darin, dass das Signal entweder eine Information über die gezeigte Leistung oder über den vorherrschenden Umweltzustand enthält. Im Gegensatz zu Acharya/John/Sundaram liegen also zwei unabhängige Faktoren vor, die als Ursache für die Notwendigkeit zur Nachverhandlung herangezogen werden können. Der Vertrag wird nachverhandelt, um eine optimale Verwendung der gegebenen Informationen sicherzustellen. Nachverhandlungen infolge eines Signals finden sich auch bei Hermalin/Katz (1991, 1735-1752).

Abb. 6: Modell der Nachverhandlung nach Pirchegger (Quelle: Pirchegger 2002, 83)



Aus der Darstellung der Modelle wird deutlich, dass zwei Faktoren, nämlich „effort“ und „unobservable state of nature“, als Ursache für die schlechte Entwicklung des Börsenkurses herangezogen werden können und insofern zu Nachverhandlungen führen. Die Leistung des Managements und die Marktexternalitäten wirken entweder getrennt als einzelne Faktoren oder zusammen in einer Art Mischform. Als Mischform ist die Konstellation zu bezeichnen, bei der der Abwärtstrend des unternehmensspezifischen Aktienkurses nicht vollkommen eindeutig auf die eine oder die andere Ursache zurückzuführen ist, so dass die Kombination aus Marktexternalitäten und Managementleistung den Aktienkurs bestimmt. Allgemein ermöglichen Nachverhandlungen den Vertragsparteien eine Anpassung an geänderte Rahmenbedingungen. Aber wie lassen sich Anpassungsreaktionen vertragstheoretisch deuten?

5.4 Vertragstheoretische Deutung

Vertragstheoretisch liegen relationalen Arbeitsbeziehungen unvollständige Verträge zugrunde. Eine vollkommene Vertragsspezifikation ist aufgrund begrenzter Rationalität und bestehender Informationsasymmetrien nicht nur unmöglich, sondern ebenso nicht zweckmäßig, denn während der Vertragslaufzeit können sich neue Umstände ergeben, in denen es für eine oder beide Vertragsparteien von Vorteil ist, den Vertrag ex-post nachzuverhandeln. Was einmal effizient war, als der Vertrag geschlossen wurde, könnte ineffizient geworden sein, nachdem das Management Handlungen unternommen hat oder neue Ereignisse bzw. Informationen zu Tage getreten sind. In einer Welt mit vollständigen Verträgen sind Nachverhandlungen niemals von Nutzen für die Vertragsparteien, denn die Vereinbarung aus der Nachverhandlung könnte bereits als erster, ursprünglicher Vertrag angeboten werden (Dewatripont/Maskin 1990, 311). Zudem wird eine vollständige Berücksichtigung aller Eventualitäten ex-ante durch zu hohe Transaktionskosten verhindert (Hart/Moore 1999, 134; Maskin/Tirole 1999, 83). So ermöglichen unvollständige Verträge den Vertragsparteien mittels Nachverhandlungen die notwendige Flexibilität, um eine Anpassung an geänderte Bedingungen vorzunehmen. Generell gilt: „Je länger die Laufzeit von unvollständigen Verträgen, desto wahrscheinlicher ist es, dass die ursprünglichen Vereinbarungen in Nachverhandlungen (renegotiations) den neuen Umständen angepasst werden sollen“ (Sadowski 2002, 81).

Die Umsetzung von Anpassungsmaßnahmen führt dazu, dass bestehende Abmachungen aus unvollständigen Verträgen geändert werden. Somit wird kein neuer Vertrag ausgehandelt, vielmehr werden Teilvereinbarungen des AOP in Nachverhandlungen modifiziert, so dass ex-post Transaktionskosten entstehen. Die Anpassungsreaktionen der Unternehmen dienen der Begrenzung von Risiken. Eine Veränderung der Risikostrukturen von Entgeltverträgen wird bei AOP vorgenommen, um die Risikointensitäten der variablen Entgeltteile zu verringern (Bloom/Milkovich 1998, 285 f.). Einer Risikobegrenzung lassen sich die Anhebung fixer Entgeltkomponenten, die Veränderung von Ausübungshürden, die Verlängerung der Ausübungszeiträume und das Repricing zuordnen.

Aus den Nachverhandlungsmodellen sind Marktexternalitäten und die Leistung des Managements als Ursachen einer Nachverhandlung generiert worden, die entweder als einzelne Faktoren oder als Mischform auftreten können. Begrenzte Rationali-

tät, Informationsasymmetrien und Transaktionskosten verhindern jedoch, dass die verschiedenen durch Managementleistung und Marktexternalitäten bedingten Zustände ex-ante in die Vertragsgestaltung einbezogen werden können.

Wenn das Signal während der Vertragslaufzeit unvollständiger Verträge neue Informationen über exogene Marktereignisse wie eine Börsenbaisse offenbart, können nachvertragliche Anpassungen eine Wiederherstellung der durch den Markteinbruch untergegangenen Anreizwirkungen auslösen. Marktexternalitäten können dazu führen, dass „... incentives inherent in the original contract could be lost“ (Pirchegger 2002, 81). Saly kommt zu der Schlussfolgerung, dass ein Repricing eine angemessene Maßnahme ist, denn „... if poor performance is due to market-wide factors, then leaving the exercise price intact penalizes the executive for something outside his or her control“ (Saly 1994, 326). Das Management soll durch eine Anpassung wieder zu einer höheren Leistung motiviert werden. Die im Hinblick auf Marktereignisse entsprechenden Informationen stehen ex-ante nicht zur Verfügung, so dass die Berücksichtigung der neuen Zustände nicht kontrollierbare Risiken aus den Aktienoptionen mindern oder eliminieren soll. Das Repricing von Aktienoptionen zur nachvertraglichen Risikominderung lässt sich daher als vertragliche Revision aufgrund einer Korrektur der Markterwartungen deuten. Die ursprünglichen Verträge beruhten auf möglicherweise fehlerhaften und zu optimistischen Markterwartungen.

Kann durch das Signal auf das Leistungsverhalten des Managements geschlossen werden, so ist fraglich, ob eine Nachverhandlung zweckdienlich ist. Eine nachvertragliche Anpassung in Form eines Repricings würde eine Belohnung für eine schlechte Leistung der Begünstigten bedeuten mit dem gleichzeitigen Verlust der Anreize aus dem ersten, ursprünglichen Vertrag: „... that resetting is a tantamount to rewarding management for poor performance and that, more importantly, it destroys incentives present in the original contract“ (Acharya/John/Sundaram 2000, 66). Im Besonderen werden die ursprünglichen Anreize im Hinblick auf eine wertorientierte Unternehmenspolitik vernichtet bzw. gemindert. Der begünstigte Personenkreis erhält durch eine nachvertragliche Anpassung eine verbesserte Aussicht auf eine Zusatzvergütung trotz ungenügender Steigerung des Unternehmenswertes.

Lassen die neuen Informationen oder Signale während der Vertragslaufzeit weder den eindeutigen Rückschluss auf die Leistung des Managements noch auf Marktexternalitäten zu, so liegt die Schlussfolgerung nahe, dass eine Mischform aus endogenen und exogenen Ursachen vorliegt. Die dem Vertragsverhältnis zugrunde liegenden Informationsasymmetrien verhindern eine eindeutige Zuordnung. Daher ist unklar bzw. nicht feststellbar, auf welche Ursache sich die negative Entwicklung des Aktienkurses zurückführen lässt. In einer solchen Situation stellt sich für das Unternehmen die Frage, ob es eine Nachverhandlung initiieren soll. Für das Unternehmen resultiert daraus der Konflikt zwischen einer erneuten Anreizsetzung einerseits und der Gefahr einer ungerechtfertigten Belohnung für eine unzureichende Leistung der Manager andererseits. In Bezug auf die Mischform stellt sich daher eine eindeutige Reaktion des Unternehmens sowie eine eindeutige vertragstheoretische Interpretation als unmöglich dar.

Die abschließende Abbildung fasst in einer unternehmerischen Entscheidungsmatrix zum einen die möglichen Ursachen für die schlechte Entwicklung des Börsen-

kurses und zum anderen die möglichen Anpassungsmaßnahmen zusammen. Je nach getroffener Entscheidung ergeben sich unterschiedliche Konsequenzen.

Abb. 7: Unternehmerische Entscheidungsmatrix

Ursache Maßnahme	Leistung des Managements	Marktexternalitäten	Mischformen
Veränderung fixer Entgeltkomponenten			
Veränderung der Ausübungshürden			
Verlängerung der Ausübungszeiträume			
Repricing			

Konsequenzen	Belohnung für eine schlechte Leistung	Wiederherstellung von Anreizen	uneindeutig
--------------	---	-----------------------------------	-------------

6. Schlussfolgerung und Ausblick

Wird ein konkreter Anpassungsbedarf eines AOP festgestellt, so ermöglicht der vertragstheoretische Bezugsrahmen eine detaillierte Darstellung der verschiedenen Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge (vgl. Abb. 7). Die sich aus diesen Ursache-Wirkungs-Zusammenhängen ergebenden Konsequenzen bleiben jedoch spekulativ, da die eigentliche Ursache des Anpassungsbedarfs meist nicht bestimmbar ist. Als besonders kritisch ist die eindeutige Abgrenzung zwischen der Leistung des Managements und den Marktexternalitäten zu sehen, so dass wahrscheinlich in der Unternehmenspraxis überwiegend Mischformen als Ursache für eine Anpassung von AOP zu erwarten sind. In dieser Konstellation bleiben die Konsequenzen einer gewählten Anpassungsmaßnahme entsprechend dem vertragstheoretischen Bezugsrahmen uneindeutig. Hieraus lässt sich die Schlussfolgerung ziehen, dass der vertragstheoretische Bezugsrahmen zwar die Notwendigkeit der Anpassung erklären kann, nicht jedoch deren Ursache. Somit ist der Erklärungsbeitrag der Vertragstheorie auf eine deskriptive Darstellung verschiedener Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge beschränkt.

Ziel des Beitrags war es zum einen, die verschiedenen Anpassungsreaktionen von AOP vorzustellen und diese in einen vertragstheoretischen Rahmen zu modellieren. Ergebnis der vertragstheoretischen Auslegung ist, dass nur ein beschränkter Erklärungsbeitrag ableitbar ist. Aus dieser Beschränkung resultiert die Notwendigkeit, alternative theoretische Erklärungsansätze im Zusammenhang mit AOP zu beachten. Ein bisher in der Literatur vernachlässigter Ansatz ist die verhaltenswissenschaftliche Entscheidungstheorie, deren Erkenntnisinteresse der Frage gilt, „wie Organisationen ihren Bestand durch Anpassung an eine komplexe und veränderliche Umwelt sichern“ (Berger/Bernhard-Mehlich 1999, 133). Prämisse dieses Ansatzes ist, dass die Informa-

tionsverarbeitungskapazität und die Bereitschaft von Menschen, sich in Organisationen zu engagieren, begrenzt ist. Vor diesem Hintergrund sichern Unternehmen ihren Bestand, indem sie ihren Arbeitnehmern Anreize bieten und Beiträge fordern. Das Überleben der Organisation ist in einem Anreiz-Beitrags-Gleichgewicht gesichert. Dieses Gleichgewicht und dessen Veränderung ist zudem dem Einfluss von Marktexternalitäten unterworfen. Die Anreiz-Beitrags-Theorie, die sich mit dem Austausch von Arbeitsleistung gegen Gratifikation zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen befasst, thematisiert diese Balance (Ridder 1999, 121).

Übertragen auf AOP vergleichen Führungskräfte die von ihnen geleisteten Beiträge mit den durch AOP in Aussicht gestellten materiellen Anreizen. Entsteht hierbei durch eine Baisse an den Kapitalmärkten ein Ungleichgewicht – d.h., die Führungskräfte empfinden ihre geleisteten Beiträge höher als die gewährten Anreize –, wirkt dies negativ auf deren Bereitschaft, sich in der Organisation zu engagieren. Darüber hinaus wird die Entscheidung über das Engagement in der Organisation durch die wahrgenommenen und erwarteten Alternativen beeinflusst (Barnard 1938, 82-86).

Der Führungskraft bietet sich die Möglichkeit, ihr Leistungsverhalten nach unten anzupassen und/oder zu einer anderen Organisation zu wechseln. Die Organisation ist somit aufgrund der veränderlichen Umwelt, wie bspw. einer Baisseentwicklung, stetig gefordert, das Gleichgewicht zwischen gebotenen Anreizen und geforderten Beiträgen zu wahren. Hierfür ist es notwendig, wie es verhaltenswissenschaftliche Ansätze auch vorsehen, die Bedürfnisse der Führungskräfte zu identifizieren und bei Anpassungsmaßnahmen von AOP zu berücksichtigen. Eine ausführliche wissenschaftliche Diskussion steht hierzu noch aus. So fordert Winter, verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse in der Vergütungsforschung zu berücksichtigen, da sich die Effizienz von Anreizverträgen letztlich aus der individuellen Motivationslage von Führungskräften ergibt (Winter 1996, 8).

Nicht im Zentrum dieses Beitrages stand die empirische Betrachtung von Anpassungsreaktionen und Nachverhandlungen von AOP. Trotzdem ist auffällig, dass in jüngster Zeit namhafte Großunternehmen, wie bspw. Microsoft, Dell, Intel, Siemens und DaimlerChrysler, ihre Abkehr von AOP ankündigen. Die Funktionsmängel dieser AOP haben sich im Laufe der langanhaltenden Baisse als zu gravierend herausgestellt, als dass sich deren Nachverhandlungen als effizient für die Unternehmen darstellen. Drei Alternativen zu AOP werden derzeit in der Unternehmenspraxis diskutiert. Dies sind Wertsteigerungsrechte, die den Bezugsrechten nachempfunden sind, Gewinne aber in bar auszahlen, Aktienpläne, bei denen das Unternehmen Anteile als erfolgsabhängige Vergütung überträgt, wobei die Papiere meist zwei bis drei Jahre nicht veräußerbar sind, und schließlich virtuelle Beteiligungen, die den Erfolg des Mitarbeiters an firmeneigenen Kennzahlen messen (Kahlen 2003, 74-77).

Literatur

- Acharya, Viral V. / John, Kose / Sundaram, Rangarajan K. (2000): On the Optimality of Resetting Executive Stock Options. In: *Journal of Financial Economics*, 57, 65–101.
- Achleitner, Ann-Kristin / Wichels, Daniel (2002): Stock Option-Pläne als Vergütungsbestandteil wertorientierter Anreizsysteme. In: Achleitner, Ann-Kristin / Wollmert, Peter (Hg.): *Stock Options*, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart, 1–24.

- Aghion, Philippe / Dewatripont, Mathias / Rey, Patrick (1994): Renegotiation Design with Unverifiable Information. In: *Econometrica*, 62(2), 257–282.
- Baker, George P. / Jensen Michael C. / Murphy, Kevin J. (1988): Compensation and Incentives: Practive vs. Theory. In: *The Journal of Finance*, 43(3), 593–616.
- Baums, Theodor (1997): Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder. In: Martens, Klaus-Peter / Westermann, Harm Peter / Zöllner, Wolfgang (Hg.): Festschrift für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag, Köln, 3–48.
- Becker, Fred G. (1993): Strategische Ausrichtung von Beteiligungssystemen. In: Weber, Wolfgang (Hg.): Entgeltsysteme – Lohn, Mitarbeiterbeteiligung und Zusatzleistungen. Festschrift zum 65. Geburtstag von Eduard Gaugler, Stuttgart, 313–338.
- Berger, Ulrike / Bernhard-Mehlich, Isolde (1999): Die Verhaltenswissenschaftliche Entscheidungstheorie. In: Kieser, Alfred (Hg.): Organisationstheorien, 3. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart, 133–168.
- Bloom, Matt / Milkovich, George T. (1998): Relationships Among Risk, Incentive Pay, and Organizational Performance. In: *Academy of Management Review*, (41), 283–297.
- Brinkkötter, Hans-Otto (2000): Aktienprogramme der BASF Aktiengesellschaft. „BOP“ für obere Führungskräfte – „plus“ für die Belegschaft. In: Clermont, Alois / Schmeisser, Wilhelm / Krimphove, Peter (Hg.): Personalführung und Organisation, München, 663–691.
- Crozier, Michel (1964): *The Bureaucratic Phenomenon*, Chicago.
- Dewatripont, Mathias / Maskin, Eric (1990): Contract Renegotiation in Models of Asymmetric Information. In: *European Economic Revue*, (34), 311–321.
- Ebers, Mark / Gotsch, Wilfried (1993): Institutionenökonomische Theorien der Organisation. In: Kieser, Alfred (Hg.): Organisationstheorien, Stuttgart, 193–242.
- Ehrenberg, Ronald G. / Smith, Robert S. (2003): *Modern Labor Economics: Theory and Public Policy*, 8th ed., New York.
- Einem, Christoph von / Pajunk, Axel (2002): Zivil- und gesellschaftsrechtliche Anforderungen an die Ausgestaltung von Stock Options nach deutschem Recht und deren Ausstrahlungswirkung auf die steuerliche und bilanzielle Behandlung. In: Achleitner, Ann-Kristin / Wollmert, Peter (Hg.): *Stock Options*, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart, 85–117.
- FIDES Management Consultants (Hg.) (2000): *Aktienoptionsprogramme und Stock Appreciation Rights in Deutschland*, Studie 2000, Bremen.
- Fudenberg, Drew / Tirole, Jean (1990): Moral Hazard and Renegotiation in Agency Contracts. In: *Econometrica*, 58(6), 1279–1319.
- Gomez-Mejia, Luis R. / Welbourne, Theresa M. (1989): Strategic Design of Executive Compensation Programs. In: Gomez-Mejia, Luis R. (Hg.): *Compensation and Benefits*, Washington D.C., 216–269.
- Grimm, Hanno / Kiesel, Hanno (2002): Stock Options underwater: Aktienoptionen anpassen? In: *Personalführung*, 35(12), 102–105.
- Hardes, Heinz-Dieter / Wickert, Heiko (2002a): Aktienoptionspläne für Führungskräfte: Effiziente Anreizinstrumente? In: *Personal*, 54(11), 22–27.
- Hardes, Heinz-Dieter / Wickert, Heiko (2002b): Zum Risikocharakter variabler Beteiligungsformen – Überlegungen aus arbeitsökonomischer Sicht. In: *Zeitschrift für Personalforschung*, 16(3), 308–341.
- Hart, Oliver / Moore, John (1999): Foundations of Incomplete Contracts. In: *The Review of Economic Studies*, (66), 115–134.
- Hermalin, Benjamin E. / Katz, Michael L. (1991): Moral Hazard and Verifiability: The Effects of Renegotiation in Agency. In: *Econometrica*, 59(6), 1735–1752.
- Hölscher, Carsten / Sauerborn, Guido (2000): Aktienoptionen: Trends aus den USA. In: *Personal*, 52(10), 524–527.
- Jensen, Michael C. / Murphy, Kevin J. (1990): Performance Pay and Top-Management Incentives. In: *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Kahlen, Rudolf (2003): Papiere ohne Wert. In: *Capital*, 2003(16), 74–77.
- Klemund, Michael (1999): Stock Option Plans. Ein Anreizsystem zur langfristigen Steigerung des Shareholder Value, Frankfurt am Main.

- Kohler, Klaus (1997): Stock Options für Führungskräfte aus der Sicht der Praxis. In: Zeitschrift für das Handelsrecht und das Wirtschaftsrecht, 161, 246–268.
- Kramarsch, Michael H. (2000): Aktienbasierte Managementvergütung, Stuttgart.
- Maskin, Eric / Tirole, Jean (1999): Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts. In: The Review of Economic Studies, (66), 83–114.
- Menichetti, Marco (1996): Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management. In: Der Betrieb, 42(34), 1688–1692.
- Mez, Bernd (1991): Effizienz der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung, Wiesbaden.
- Murphy, Kevin J. (1999): Executive Compensation. In: Ashenfelter, Orley / Card, David (Hg.): Handbook of Labor Economics, 3, 2485–2563.
- Pertl, Markus / Nenning, Gerhard / Pichler, Karl (2002): Wertorientierte Vergütung und ihre Anreizwirkung. Aktien, Optionspläne und der virtuelle EVA® Aktienplan. In: Achleitner, Ann-Kristin / Wollmert, Peter (Hg.): Stock Options, 2. überarb. und erw. Aufl., Stuttgart, 349–372.
- Picot, Arnold (1982): Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie: Stand der Diskussion und Aussagewert. In: Die Betriebswirtschaft, 42, 267–284.
- Pirchegger, Barbara (2002): Costs and Benefits from Repricing Employee Stock Options. In: Schmalenbach Business Review, 54(1), 80–111.
- Rappaport, Alfred (1999): Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, Stuttgart.
- Ridder, Hans-Gerd (1999): Personalwirtschaftslehre, Stuttgart.
- Sadowski, Dieter (1999): Ausgehandelte Arbeitsbeziehungen: Zur Verbindung ökonomischer und rechtlicher Theorien des Arbeitsvertrages. In: Breisig, Thomas (Hg.): Mitbestimmung – Gesellschaftlicher Auftrag und ökonomische Ressource. Festschrift für Hartmut Wächter, München, 142–162.
- Sadowski, Dieter (2002): Personalökonomie und Arbeitspolitik, Stuttgart.
- Saly, P. Jane (1994): Repricing Executive Stock Options in a Down Market. In: Journal of Accounting and Economics, 18, 325–356.
- Schneider, Hans J. (1991): Anreizwirkungen von Mitarbeiter-Kapitalbeteiligungen. In: Schanz, Günther (Hg.): Handbuch Anreizsysteme in Wirtschaft und Verwaltung, Stuttgart, 881–902.
- Schrüfer, Klaus (1988): Ökonomische Analyse individueller Arbeitsverhältnisse, Frankfurt am Main.
- Schwalbach, Joachim / Graßhoff, Ulrike (1995): Managementvergütung und Unternehmenserfolg. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67(2), 203–217.
- Segal, Ilya (1999): Complexity and Renegotiation: A Foundation for Incomplete Contracts. In: The Review of Economic Studies, 66(1), 57–82.
- Seibert, Ulrich (1998): Stock Options für Führungskräfte – zur Regelung im KonTraG. In: Pellens, Bernhard (Hg.): Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme, Stuttgart, 29–52.
- Simon, Herbert A. (1957): Models of Man, New York.
- Spenner, Elke (1999): Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung von Vorstandsmitgliedern, Köln.
- Tuschke, Anja (1999): Steuerungs- und Anreizfunktion von Aktienplänen: Eine vertragstheoretische Analyse, Wiesbaden.
- Tuschke, Anja (2002): Aktienbasierte Entlohnung zur Bewerberauswahl am Arbeitsmarkt für Führungskräfte. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 54(2) 46–63.
- Walti, Beat (1997): Mitarbeiterbeteiligung: Aktien- und Optionspläne, Zürich.
- Williamson, Oliver E. (1999): Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, Tübingen.
- Williamson, Oliver E. / Wächter, Michael L. / Harris, Jeffrey E. (1975): Understanding the Employment Relation: The Analysis of Idiosyncratic Exchange. In: Bell Journal of Economics, 6, 250–278.
- Winter, Stefan (1996): Optionspläne als Instrument wertorientierter Managementvergütung, Frankfurt a.M.
- Winter, Stefan (1998): Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager. In: ZfbF – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 50(12), 1120–1142.
- Winter, Stefan (2003): Erfolgsziele deutscher Aktienoptionsprogramme. In: ZfbF – Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 50: Marktorientierte Unternehmensführung, 121–143.
- Yermack, David (1995): Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? In: Journal of Financial Economics, 39, 237–269.