


Abbildung 5: Günstige Konstellationen bei der Selektion der Vergütungsregel

Lineare Vergütungsregel (z.B. Anteilserwerb)	Begrenzt-lineare Vergütungsregel (z.B. Managementoptionen, Wertzuwachsrechte)
 geeignet bei folgenden Formen opportunistischen Fehlverhaltens:	
Absenkung des Aktivitätsniveaus	Risikoaverse Strategiewahl
<b>Management-spezifische Indikatoren</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• hohes Arbeitsfeld</li> <li>• konfliktscheu</li> <li>• prestigebedacht</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• risikoavers</li> <li>• kurze Restlaufzeit des Vertrages</li> <li>• „geringes Einkommen“</li> </ul>
<b>Unternehmens-spezifische Indikatoren</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• fragmentierte Gesellschaftsstruktur</li> <li>• cash-flow-stark</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• diversifizierte Investoren (z.B. Pensionsfonds, Beteiligungsgesellschaften)</li> <li>• hoher „Leverage“</li> </ul>
<b>Branchen-spezifische Indikatoren</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• moderate Wachstumsraten („Low-growth-industries“)</li> <li>• beschränkter Marktzugang</li> <li>• konstante Rahmenbedingungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wachstumsstark („High-growth-industries“)</li> <li>• hoher Innovationsdruck</li> <li>• strukturelle Veränderung der Rahmenbedingungen</li> </ul>

Quelle: Eigene Darstellung.

#### 4.4 Wertorientierte Vergütungsinstrumente in der US-Praxis

##### 4.4.1 Die Entlohnungsfunktionen der Stock-based Compensation

Für eine Überprüfung der vermuteten günstigen Konstellationen für die Selektion eines bestimmten Vergütungstyps durch empirische Befunde gestützt, sollen den linearen und begrenzt-linearen Entlohnungsfunktionen zunächst konkrete Erscheinungsformen der US-amerikanischen Vergütungspraxis zugeordnet werden. Der Rückgriff auf die Instrumente der US-Praxis begründet sich dabei vor allem aus dem hohen Reife- und Etablierungsgrad der „Stock-based Compensation“ in den USA sowie der Verfügbarkeit empirischer Untersuchungen zu diesem Thema.

*Aus: Sandel, Hansjörg: Wertorientierte Vergütung von Führungskräften, 1998*

Die hier gewählte Systematik unterscheidet dabei zwischen den „Stock Purchase Agreements“, d.h. der Vergütung durch Anteile bzw. Anteilserwerb, den „Stock Option Agreements“, also der Vergütung durch die Vereinbarung von Optionsrechten zum Anteilserwerb und drittens den „Stock Appreciation Agreements“, der Vergütung durch Vereinbarung von Rechten, die den Manager zur Auszahlung der Wertsteigerung eines definierten Kapitalanteils berechtigen. Während die Stock Purchase Agreements häufig der Grundform der linearen Entlohnungsfunktion entsprechen, lassen sich die Stock Option- und Stock Appreciation Agreements in vielen Fällen den begrenzt-linearen Entlohnungsfunktionen zuordnen.

Ziel der nachfolgenden Ausführungen ist in erster Linie die transparente Darstellung der jeweils typischen Vertragsregelungen. Die parallele Betrachtung der Grundlagen der jeweiligen steuerlichen Behandlung dieser Vergütungsformen dienen dabei sowohl dem Verständnis für die Funktionsweise dieser Instrumente als auch der Beurteilung, inwieweit steuerliche Vorschriften die Selektion beeinflussen.

#### 4.4.2 Stock Purchase Agreements

##### 4.4.2.1 Founders Stock

Bei den Ausprägungen der Stock Purchase Agreements wird unterschieden, ob der Beteiligungserwerb einmalig - in der Regel bei Vertragsbeginn - oder in regelmäßig wiederkehrenden Zeitabständen zu bestimmten Konditionen vorgesehen ist. Die letztgenannte Vertragsvariante, die dem Manager über einen mehrjährigen Zeitraum ein Kontingent in Aussicht stellt, wird in der US-Begriffswelt als „Plan“ bezeichnet.<sup>187</sup>

Ein typisches Beispiel für einen einmaligen Anteilserwerb zu Beginn der Vertragslaufzeit ist der „Founders Stock“. Diese Bezeichnung betrifft die Anteile eines Unternehmens, die die Manager im Zuge einer Unternehmensgründung erwerben. Aber auch im Rahmen der kapitalmäßigen Einbindung jener Führungskräfte, die in einer frühen Unternehmensphase rekrutiert werden, ist vom Founders Stock die Rede.<sup>188</sup> Der Founders Stock wird in der Regel nur an eine ausgewählte und für den Unternehmenserfolg zentrale Führungsmannschaft ausgegeben. Typi-

<sup>187</sup> Vgl. z.B. Tang et al. (1987), S. 32.

<sup>188</sup> Vgl. Soja (1995), S. 3.

ches Gestaltungsmerkmal ist die Verringerung des Erwerbspreises unter den Marktpreis.<sup>199</sup>

Von besonderer Bedeutung ist diese Vergütungsform bei Management Buyouts. Um dem Management trotz des häufig eingeschränkten finanziellen Spielraums einen signifikanten Anteil an dem neu gegründeten Unternehmen zu ermöglichen, ist es vor allem bei größeren Transaktionen erforderlich, daß die Manager für ihre Anteile erheblich geringere Preise zahlen als die mitfinanzierende Beteiligungsgesellschaft.<sup>200</sup> Den Managern wird sogenanntes „Sweet Equity“ angeboten. Die Transaktion wird meist so strukturiert, daß der Manager bei erfolgreicher Entwicklung des Buyouts den größten Teil seines Einkommens aus dem Verkauf der Anteile bezieht.

#### 4.4.2.2 *Restricted Stock*

Ein „Restricted Stock“ ist das klassische Anreizinstrument zur Motivation und zur Bindung des Managers an das Unternehmen. Die US-Literatur spricht vom „Classic Golden Handcuff“.<sup>201</sup> Meist wird mit dem Manager ein sogenannter „Restricted Stock Plan“ (RSP) vereinbart, in dem u.a. die Anzahl der Aktien, der Kaufpreis, der früheste Verkaufszeitpunkt und die Finanzierungsmodalitäten geregelt sind. Ein RSP umfaßt üblicherweise die Vereinbarung, dem Manager Unternehmensanteile unter Marktpreis zu veräußern.<sup>202</sup> Im Gegensatz zum Founders Stock erfolgt der Erwerb nicht nur einmal, zu Beginn der Vertragslaufzeit, sondern es wird dem Manager ein jährliches Kontingent an zu erwerbenden Aktien in Aussicht gestellt. Dem Manager wird von Beginn an eine vermögens- und gesellschaftsrechtliche Stellung im Unternehmen eingeräumt. So sind die Restricted Shares mit Stimmrecht und Dividendenanspruch ausgestattet.<sup>203</sup>

Ein typisches Vertragsmerkmal, das sich bei der Vergütung durch Beteiligungserwerb durchgesetzt hat und den Restricted Shares ihren Namen verleiht, ist die Vereinbarung einer verfügungsbeschränkten Periode, in der die verbilligt bezogenen Anteile nicht veräußert werden können. Mit dieser sogenannten „Vesting

Period“ möchten die Aktionäre verhindern, daß der Manager zu einem zu frühen Zeitpunkt die Anreizwirkung aus dem Beteiligungserwerb neutralisiert.<sup>204</sup> Ferner ist die Verfügungsbeschränkung ein Gestaltungsmerkmal, das der bereits diskutierten Schwäche des Kapitalmarktes Rechnung trägt, den „inneren Wert“ eines Unternehmens abzubilden. Zumindest kurzfristig besteht für den Manager die Möglichkeit, den Kurswert zu manipulieren und den Wissensvorsprung um die „Überbewertung“ des Unternehmens zum vorzeitigen Verkauf der Anteile zu nutzen. Der Gefahr des Mißbrauchs von Insiderinformationen bei Managern, die Anteile am arbeitgebenden Unternehmen erworben haben, ist sich die US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde SEC offensichtlich bewußt. Unabhängig von der Restriktionsdauer individueller vertraglicher Regelungen, bestimmt die Section 16 des Securities Exchange Acts von 1934, daß ein mit Aktien vergüteter Manager diese nicht unter einer Frist von 6 Monaten wieder veräußern darf.<sup>205</sup>

Die Restriktionsdauer der Restricted Shares umfaßt in der Regel einen Zeitraum von 3 bis 5 Jahren.<sup>206</sup> Während der verfügungsbeschränkten Periode unterliegen die Anteile meist einer sogenannten „Forfeiture Clause“. Ein auslösendes Moment für den Verfall der Rechte an dem erworbenen Anteil tritt häufig dann ein, wenn der Manager das Unternehmen noch vor Ablauf der „Vesting Period“ verläßt. In diesem Fall greift ein vertraglich vereinbartes Ankaufsrecht, das in der Regel den Rückkauf zu den ursprünglichen Anschaffungskosten vorsieht.<sup>207</sup> Dies erhöht die Bindungswirkung und trägt zu einer zusätzlichen Disziplinierung des Managers bei.<sup>208</sup>

Viele dieser Vergütungsvereinbarungen beinhalten bei Beendigung der Beschäftigung ein Vorkaufsrecht des Unternehmens auf die (frei verfügbaren) Manageranteile. Insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen mit einem begrenzten Gesellschafterkreis gewährleistet dieses „Right of first refusal“ eine Kontrolle über die Stimmrechte. Allerdings ist bei den nicht-börsennotierten Unternehmen die Bewertung der Anteile problematisch. Zur Ermittlung des Kaufpreises wird daher entweder ein Kaufangebot Dritter zugrundegelegt oder - falls kein Kaufangebot vor-

<sup>199</sup> Vgl. Soja (1995), S. 4.  
<sup>200</sup> Vgl. z.B. Schmid (1994), S. 147. Der Preis, den die Beteiligungsgesellschaft für den Erwerb der Anteile entrichtet, kann insofern als Marktpreis interpretiert werden.

<sup>201</sup> Vgl. Soja (1995), S. 12.  
<sup>202</sup> Vgl. Hawksley/Melbinger (1992), S. 36.

<sup>203</sup> Vgl. Hawksley/Melbinger (1992), S. 38.  
<sup>204</sup> Vgl. Bartlett (1988), S. 225.  
<sup>205</sup> Vgl. Soja (1995), S. 11.  
<sup>206</sup> Vgl. Bartlett (1988), S. 225.  
<sup>207</sup> Vgl. Katz (1993), S. 15.  
<sup>208</sup> Vgl. Tang (1987), S. 35.

liegt - der Preis anhand einer vertraglich definierten Berechnungsmethode ermittelt.<sup>209</sup>

Einige Restricted Stock Plans beinhalten zudem Performanceregungen. In Abhängigkeit definierter Ziele, z.B. die Erreichung eines bestimmten Aktienkursniveaus, wird oftmals eine Beschleunigung bzw. Verzögerung der ausübungsbeschränkten Periode vereinbart. Diese Vertragsformen bezeichnet man auch als „Performance Accelerated Restricted Stock Plans“.<sup>210</sup> Zum Teil wird auch die Anzahl der jährlich zum Bezug angebotenen Aktien oder der zu entrichtende Kaufpreis von der Erreichung definierter Erfolgskriterien abhängig gemacht.

#### 4.4.2.3 Steuergrundsätze

Die steuerliche Behandlung von Erträgen, die im Zusammenhang mit dem ermäßigten Erwerb von Anteilen am arbeitgebenden Unternehmen stehen, ist im US-amerikanischen Einkommensteuerrecht in der Section 83 des Internal Revenue Code (IRC) geregelt.<sup>211</sup> Steht die ermäßigte Ausgabe von Anteilen in Verbindung mit einer Dienstleistung für das Unternehmen, muß der Empfänger die Differenz zwischen Marktwert und Erwerbspreis in dem Zeitpunkt versteuern, in dem er freie über die erworbenen Anteile verfügen kann.<sup>212</sup> Für das Unternehmen ermäßigt sich in dieser Periode das zu versteuernde Einkommen um den vom Anteilsempfänger zu versteuernden Betrag.

Beachtung verdient insbesondere der steuerlich relevante Vergütungszeitpunkt, der sich aus 83(a) IRC ergibt. Nach dem Wegfall aller Restriktionen, also z.B. am Ende einer veräußerungsbeschränkten Periode, unterliegt die Differenz zwischen den ursprünglichen Anschaffungskosten und dem dann gültigen Marktwert der Anteile der Einkommensteuer, der „Ordinary Income Tax“.<sup>213</sup> Das bedeutet aber auch, daß ein Manager, der in der Zeit nach dem Erwerb von Restricted Shares einen starken

Anstieg des Unternehmenswertes realisieren konnte, durch eine umso höhere Steuerzahlung belastet wird, wenn die Restriktion wegfällt. Zudem ist diese Steuerzahlung sofort liquiditätswirksam, obwohl der Manager zu diesem Zeitpunkt noch keine Einnahmen aus Veräußerung der Anteile erzielt hat. Besonders kritisch ist diese Situation für einen Manager, der Anteile an einem nicht-börsennotierten Unternehmen hält. Auch ohne die vertragliche Veräußerungsbeschränkung sind die nicht-fungiblen Anteile kurzfristig nicht veräußerbar, dennoch wird die Steuerzahlung fällig.<sup>214</sup>

Die US-amerikanische Steuergesetzgebung ist sich dieser Problematik bewußt und hat, um die Fehlanreize aus Section 83(a) IRC zu mildern, den Paragraphen erweitert. So ermöglicht 83(b) IRC die Besteuerung als Ordinary Income bereits im Zeitpunkt des ermäßigten Anteilserwerbs, und zwar auch dann, wenn die Anteile noch verfügungsbeschränkt sind. Für den Manager ist diese sogenannte „83(b)-election“ immer dann von Vorteil, wenn sich der Unternehmenswert nach Beteiligungserwerb bis zum Wegfall der Verfügungsbeschränkung erhöht hat. Durch die vorgezogene Besteuerung muß zunächst nur die geringe Differenz zwischen Erwerbspreis und Marktwert bei Anteilserwerb versteuert werden.<sup>215</sup> Die darauffolgende und gleichzeitig abschließende Besteuerung erfolgt erst bei der cashwirksamen Veräußerung der Anteile. Besteuert wird dabei die Differenz zwischen dem Veräußerungserlös und dem Marktwert bei Ausgabe. Diese Einkünfte unterliegen jedoch der niedrigeren „Capital Gains Tax“ auf Veräußerungsgewinne.<sup>216</sup> Damit ergibt sich für den Manager bei Wahl der vorgezogenen Besteuerung außer dem Liquiditätsvorteil auch eine geringere Steuerbelastung in der Gesamtbetrachtung. Ursache hierfür ist, daß bei einem relativ konstanten Anstieg des Unternehmenswertes die 83(b)-election dazu führt, daß der reduzierte Steuersatz auf einen höheren Betrag angewendet wird als bei einem Verzicht auf diese Regelung.

Diese Wirkung soll an einem Zahlenbeispiel demonstriert werden. Ein Manager erwirbt 1.000 Restricted Shares zum Preis von 10. Der aktuelle Marktpreis der Aktie

<sup>214</sup> Diese Situation für den Manager beschreibt Bartlett als „Catch 22“. Vgl. Bartlett (1994), S. 79.  
<sup>215</sup> Vgl. Lasslar/Klipatrick (1994), S. 473.

<sup>216</sup> Lediglich der halbe Veräußerungsgewinn unterliegt der Besteuerung, wenn der Manager sogenannten „Qualified small business stock“ nach einer Periode von mehr als 5 Jahren veräußert. Vgl. Sec. 1202 IRC.

<sup>209</sup> Vgl. Bender (1995), S. 3-56. In Kap. 2.3.4.4 werden mögliche Berechnungsmethoden genannt.  
<sup>210</sup> Vgl. Coopers & Lybrand (1993), S. 114.

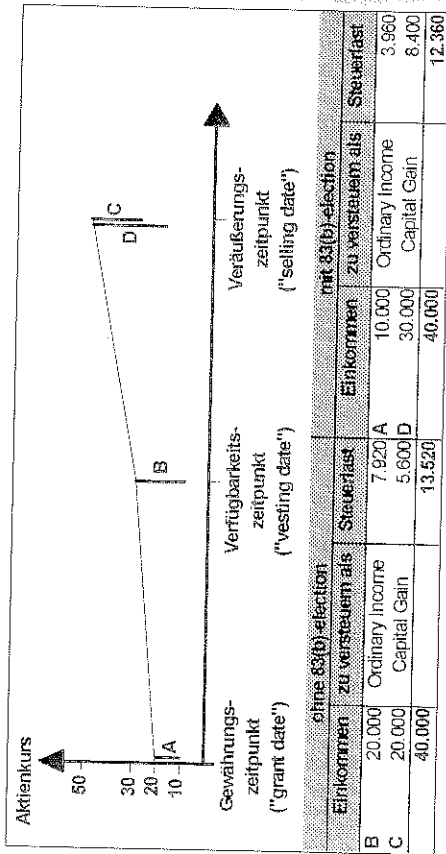
<sup>211</sup> Eine gute Übersicht über die steuerliche Behandlung kaufpreisermäßiger Anteile in den USA geben Lasslar/Klipatrick (1994), S. 465ff.

<sup>212</sup> „If property is issued in connection with the performance of services, the difference between the fair value and the amount paid by the recipient is taxable to recipient (and deductible by the corporation) as additional compensation as of the first date forfeiture restraints lapse.“ Sec. 83(a) IRC.

<sup>213</sup> Vgl. Lasslar/Klipatrick (1994), S. 473.

beträgt zu diesem Zeitpunkt 20. Am Ende der verfügungsbeschränkten Periode notiert die Aktie bei 30. Der Manager veräußert die Anteile schließlich zu einem Preis von 50. EntschlieÙt sich der Manager beim Erwerb der Anteile für die 83(b)-election, zahlt er im Beispiel rund 10% weniger Steuern.<sup>217</sup> Der Effekt wird in der folgenden Abbildung 6 illustriert.

Abbildung 6: Die Besteuerung von Restricted Stock in Abhängigkeit von der Wahl der Besteuerungsgrundlage



Quelle: In Anlehnung an Soja (1995), S. 12.

Nachteilig kann sich für den Manager die 83(b)-election vor allem dann gestalten, wenn er das Unternehmen vorzeitig verläßt. Die bereits entrichtete Steuer wird ihm nicht erstattet. Die erhöhte Bindungswirkung, die aus dieser Situation erwächst, dürfte jedoch im Interesse des arbeitgebenden Unternehmens liegen.

#### 4.4.3 Stock Option Agreements

##### 4.4.3.1 Executive Stock Options

Die zweite hier betrachtete Gruppe wertorientierter Vergütungsinstrumente sind die „Stock Option Agreements“. Im Rahmen dieser Vereinbarung werden dem Manager Kaufoptionen, sogenannte „Executive Stock Options“ (ESO) zugeteilt. Die ESO

berechtigt den Manager während Laufzeit zum Bezug von Anteilen des arbeitgebenden Unternehmens gegen Zahlung des Basispreises.<sup>218</sup>

Gegenüber den normalen „Traded Stock Options“ (TSOs) weisen die ESOs allerdings eine Reihe besonderer Vertragsmerkmale auf.<sup>219</sup> Während der Ausübungszeitraum bzw. die Laufzeit einer „handelsüblichen Aktienoption“ meist 1 Jahr nicht überschreitet, beträgt der Ausübungszeitraum einer ESO häufig bis zu 10 Jahre.<sup>220</sup> Außerdem ist die Ausübbarkeit der ESOs - ähnlich wie die Veräußerungsrestriktion der Restricted Shares - bei Zuteilungsbeginn beschränkt. Die Bedingungen, daß Stock Options tatsächlich ausübbar werden, also die sogenannten „Vesting Provisions“ erfüllen, werden in den „Vesting Schedules“ fixiert.<sup>221</sup> Am weitesten verbreitet sind dabei zeitliche Kriterien und Erfolgskriterien. Im ersten Fall liegt der Zeitraum zwischen dem sogenannten „Grant Date“, d.h. dem Zeitpunkt der Zuteilung und dem „Vesting Date“, d.h. dem Zeitpunkt der ersten „Ausübbarkeit“, zwischen ein und drei Jahren.<sup>222</sup> Vor allem bei jenen Verträgen, die nur zu Beginn der Vertragslaufzeit eine einmalige Zuteilung eines umfangreichen Optionspaketes vorsehen, ist die Konstruktion des „Graded Vesting“ üblich. Hierbei wird über einen Zeitraum von beispielsweise 4 Jahren jährlich ein Viertel des Gesamtpaketes ausübbar.<sup>223</sup> Einmalige umfangreiche Optionspakete, die zum Bezug signifikanter Kapitalanteile auf Basis von Erfolgskriterien berechtigen, werden häufig im Zuge eines Management Buyouts gewährt.<sup>224</sup> Denkbare „Vesting Provisions“ sind in diesen Fällen die Erreichung bestimmter leistungswirtschaftlicher Kennzahlen oder aber auch einer bestimmten Mindestverzinsung, die die Beteiligungsgeber bei Veräußerung ihrer Kapitalbeteiligung erzielen.<sup>225</sup> In den meisten Fällen werden die ESOs jedoch in Form eines Plans gewährt. Wie die Restricted Share Plans beinhalten auch ESO-

<sup>218</sup> „An executive stock option is a contract which entitles the employee to acquire shares of the employing firm's stock by paying the exercise price prior to the date of expiration.“ Hite/ Long (1982), S. 6.

<sup>219</sup> Zur Abgrenzung von der „Executive Stock Option“ prägt Huddart den Begriff der „Traded Stock Option“ Vgl. Huddart (1994), S. 207.

<sup>220</sup> Vgl. Coopers & Lybrand (1993), S. 12.

<sup>221</sup> Vgl. Coopers & Lybrand (1993), S. 28f.

<sup>222</sup> Vgl. Coopers & Lybrand (1993), S. 12.

<sup>223</sup> Ein ausführliches Beispiel gibt Coopers & Lybrand (1993), S. 30.

<sup>224</sup> Vgl. z.B. Schmid (1994), S. 31.

<sup>217</sup> Dem liegt ein Steuersatz von 39,6% für Ordinary Income und 28% für Capital Gains zugrunde. Finanzierungseffekte bleiben hierbei unberücksichtigt.

Pläne, daß dem Manager jährlich eine bestimmte Anzahl von Optionen gewährt wird. Im Gegensatz zu einem einmalig gewährten Optionspaket ist bei diesen Verträgen die Optionszuteilung quasi „fixer“ Bestandteil eines Jahresgehaltes.

Eine weitere Besonderheit gegenüber den TSOs ist der „Optionsscheincharakter“ der ESO. So verbrieft die TSO das Recht zum Bezug einer bereits am Markt gehandelten, zumindest aber emittierten Aktie. Im Gegensatz dazu, ist bei der ESO das Anrecht zum Bezug von Anteilen aus dem genehmigten Kapital verknüpft, die bei Ausübung erhöht sich das Kapital und die Anteile der übrigen Gesellschafter werden entsprechend verwässert. Die ESO gleicht in dieser Beziehung eher einem Optionsschein als einer Option.<sup>226</sup>

#### 4.4.3.2 Indexed Stock Options

Eine Optionsvariante, die unter dem Eindruck der stark gestiegenen Kurse am US-amerikanischen Aktienmarkt zunehmend an Popularität gewinnt, sind die sogenannten „Indexed Stock Option Plans“ (ISOP).<sup>227</sup> Kennzeichnend ist die Variation des Basispreises während der Optionslaufzeit. Richtung und Ausmaß der Basispreisänderung orientiert sich an einem vertraglich vereinbarten Index. Dabei werden häufig Aktienindizes wie beispielsweise der „Dow Jones“ oder „Standard & Poors 500“ zugrundegelegt. Mit dem Anstieg des Gesamtmarktes erhöht sich gleichzeitig der Basispreis der gewährten Optionen. Diese automatische Anpassung gewährleistet, daß der Manager nur dann einen Vergütungseffekt aus der Option erzielt, wenn sich das von ihm geführte Unternehmen besser als der Markt entwickelt. Damit wird insbesondere den Kritikern Rechnung getragen, die an den Optionsplänen bemängeln, daß sie den Managern börsennotierter Gesellschaften in Zeiten steigender Aktienkurse einen „unerhofften Geldregen“ bescheren, dem keine adäquate Leistungssteigerung gegenübersteht.<sup>228</sup> Durch die Indexanbindung des Basispreises werden diese „Windfall Profits“ beschnitten.

<sup>225</sup> Für die performanceabhängigen Ausübungsbedingungen von Optionspaketen, die im Rahmen eines MBOs vereinbart werden, hat sich der Begriff des „Ratchets“ durchgesetzt. Vgl. z.B. Thompson/Wright (1991), S. 1.

<sup>226</sup> Vgl. Huddart (1994), S. 209.

<sup>227</sup> Vgl. Coopers & Lybrand (1993), S. 105f.

<sup>228</sup> Vgl. Crystal (1992), S. 28.

Aber auch aus anreiztheoretischer Sicht ist die Indexierung sinnvoll. Geht man davon aus, daß der Risikoaufschlag, den der Manager einer unsicheren Gehaltszahlung beimißt, umso höher ausfällt, je stärker er konjunkturellen und unternehmensspezifischen Risiken ausgesetzt ist, dann mindern die ISOP-Konstruktionen diesen Risikoaufschlag. Mit der Indexanbindung wird zumindest ein Teil des Marktrisikos eliminiert. Ein noch größerer Teil des systematischen Risikos wird bei jenen ISOPs neutralisiert, die den Basispreis an die Aktienkursentwicklung branchengleicher Unternehmen („Peer Group“) koppeln. Mit der Verknüpfung von Basispreis und Branchenindex wird das Einkommen des Managers vor der spezifischen Konjunkturanfälligkeit seiner Branche „geschützt“.<sup>229</sup> Um beim Management keine Fehlanreize bezüglich der Dividendenausschüttung zu generieren, wird bei den Indexkonstruktionen meist eine Anpassung des Basispreises um die ausgeschüttete Dividende vorgenommen.

Eine weitere Variante der ISOPs verknüpft die Veränderung des Basispreises nicht mit einem Marktindex, sondern regelt diese vertraglich. So kann z.B. eine jährliche Erhöhung des Bezugspreises um 5% vereinbart werden.<sup>230</sup> Die Höhe dieser „Hurdle Rate“ orientiert sich oftmals an den Zinssätzen für langfristige Staatsanleihen. Dem Aktionär soll so der Eindruck vermittelt werden, daß der Manager nur dann von den „Option Grants“ profitiert, wenn die „Rendite“ aus der Aktienanlage zumindest nicht schlechter ausfällt als bei einem festverzinslichen Wertpapier. Im Vergleich zu den marktindexierten Optionen ist der Manager bei dieser Vertragsvariante allerdings stärker systematischen Risiken ausgesetzt. Entsprechend höher wird sein Risikoaufschlag ausfallen.

#### 4.4.3.3 Reload Options

Häufig beinhalten die vertraglichen Regelungen der Optionspläne auch Möglichkeiten der Finanzierung des Ausübungspreises. Neben der Finanzierung durch zinslose Darlehen haben sich in der Praxis zahlreiche weitere Techniken durchgesetzt. Eine häufig verwendete Form wird als „Stock Pyramiding“ bezeichnet.

<sup>229</sup> Durch die insgesamt hohen Kurssteigerungen der letzten Jahre wird ein US-Manager derzeit einer indexierten Option, die ihm nur dann belohnt, wenn er besser als seine „Peer Group“ abschneidet, vermutlich einen geringeren Wert beimessen als einer nicht-indexierten Option.

Ähnlich wie bei der „Operation Blanche“ im Rahmen einer Bezugsrechtsausübung<sup>237</sup> wird beim „Stock Pyramiding“ ein Teil der bezogenen Aktien direkt veräußert und zur Finanzierung des Kaufpreises verwendet. Bei entsprechender Gestaltung ist dann eine cash-neutrale Transaktion möglich. Löst die Ausübung der Optionen beim Manager steuerpflichtiges Einkommen aus, ist es zur Wahrung der „Cash-Neutralität“ erforderlich, eine entsprechend höhere Aktienanzahl zu veräußern.<sup>238</sup> Dem Unternehmen fließt durch den „Stock Swap“ zwar keine Liquidität zu, dafür werden die Anteile der Altaktionäre auch nicht so stark verwässert. Als Ersatz für die zur Kaufpreisfinanzierung „geswapten“ Aktien werden dem Manager in vielen Fällen sogenannte „Reload Options“ gewährt. Mit dieser vertraglich vereinbarten „Nachfüllpackung“ soll die spezifische Anreizwirkung der Optionen aufrechterhalten werden.<sup>239</sup> Der Basispreis der Reload Options wird im Zeitpunkt der Neugewährung meist beim jeweils aktuellen Kurswert fixiert.<sup>234</sup>

#### 4.4.3.4 Steuergrundsätze

##### 4.4.3.4.1 Non-Qualified Stock Options (NQSO)

Bei der Begriffswahl für die diversen Erscheinungsformen von ESOs in der US-Praxis ist die Differenzierung in bezug auf deren steuerliche Behandlung auf Management- und Unternehmensebene weit verbreitet. Jene Managementoptionen, die nicht explizit im US-amerikanischen Steuerrecht geregelt sind, werden als sogenannte „Non-Qualified Stock Options“ (NQSO) bezeichnet. Für die steuerliche Behandlung der NQSO greift die für den Beteiligungserwerb unter Marktpreis relevante Section 83 IRC.<sup>235</sup> Denn auch bei der Optionsausübung bezieht der Manager im Ausübungszeitpunkt Anteile unter dem aktuellen Marktpreis. Sind die bezogenen Anteile frei verfügbar, wird die Differenz zwischen aktuellem Marktpreis

<sup>230</sup> Vgl. Coopers & Lybrand (1993), S. 105. Um sogenannte „Premium Stock Options“ handelt es sich, wenn anstelle der jährlichen Anpassung ein einmaliger Aufschlag auf den Basispreis vereinbart wird. Vgl. Coopers & Lybrand (1993), S. 105.

<sup>231</sup> Vgl. z.B. Büschgen (1989), S. 507.

<sup>232</sup> Ein Beispiel gibt Hamill (1995), S. 105.

<sup>233</sup> Folgt man den theoretisch identifizierten Anreizwirkungen zu Beginn des vierten Kapitels, dann verschiebt sich durch die Optionsausübung die Motivationswirkung beim Manager. Seine Bereitschaft zur Auswahl riskanter Strategien bzw. Projekte geht zurück, dafür erhöht sich seine Aktivität im Rahmen des gegebenen Investitionsprogramms. Vgl. Kap. 4.2.4.

<sup>234</sup> Vgl. Bubnovich/ Kessner (1992), S. 207 und Coopers & Lybrand (1993), S. 109.

<sup>235</sup> Vgl. Lassilar/ Kilpatrick (1994), S. 466.

und Basispreis als „Ordinary Income“ im Jahr der Ausübung versteuert und ist in dieser Höhe beim Unternehmen abzugsfähig.<sup>236</sup>

Wie bei der Vergütung durch den ermäßigten Anteilsenerwerb erfolgt also auch bei den NQSOs die Besteuerung zu einem Zeitpunkt, in dem der Manager die bezogenen Anteile noch nicht veräußert hat. Dabei ist für den Manager das zu versteuernde Einkommen umso höher, je stärker der Unternehmenswert seit der Optionszuteilung angestiegen ist. Ebenso wie beim Restricted Stock wird durch diese Regelung die Anreizwirkung der Option untergraben. Dabei ist die Liquiditäts-situation für den Manager im Vergleich zur steuerlichen Behandlung beim Erwerb von Restricted Stock sogar noch kritischer zu beurteilen. So hat der Manager zum Ausübungszeitpunkt nicht nur die Steuerzahlung zu leisten, sondern muß zusätzlich auch den Kaufpreis in Höhe des Basispreises entrichten.<sup>237</sup>

Die Besteuerung erfolgt bei den NQSOs nur dann bereits im Zuteilungszeitpunkt, wenn für die Optionen ein „problemlos ermittelbarer Marktwert“ existiert.<sup>238</sup> Vergütungen beispielsweise börsennotierte Unternehmen ihre Manager mit Optionen, die gleichzeitig am Markt gehandelt werden und mit keinerlei Restriktionen versehen sind, also sofort ausübbar oder veräußerbar sind, dann ist der Optionswert - gegebenenfalls abzüglich einer vom Manager geleisteten Zuzahlung - im Jahr der Zuteilung zu versteuern. Aufgrund der üblicherweise vereinbarten Ausübungsbeschränkung ist ein Marktwert für die Option in der Praxis nur selten „problemlos ermittelbar“.<sup>239</sup>

##### 4.4.3.4.2 Incentive Stock Options (ISO)

Die steuerlich induzierte Liquiditätsverknappung bei Ausübung der Non-Qualified Stock Options ist bei den sogenannten „Incentive Stock Options“ (ISO) entschärft. So braucht ein mit ISOs entlohnter Manager weder bei Zuteilung noch bei Ausübung Steuern zu entrichten. Die Besteuerung erfolgt erst beim Verkauf der Anteile.<sup>240</sup> Das

<sup>236</sup> Vgl. Section 83(a) IRC. Die parallele Abzugsfähigkeit bei Unternehmen ist in 83(h) IRC geregelt. Die Behörden fordern dafür jedoch von den Unternehmen, daß sie die Einbehaltung der vom Manager zu entrichteten Steuerzahlung kontrollieren und verwalten. Vgl. Lassilar/ Kilpatrick (1994), S. 467.

<sup>237</sup> Beim Erwerb der Restricted Shares erfolgt die Kaufpreiszahlung in der Regel bei Vertragsbeginn.

<sup>238</sup> Das US-Steuerrecht spricht vom „readily ascertainable market value“. Reg. §1.83-7(b)(1).

<sup>239</sup> Vgl. Lassilar/ Kilpatrick (1994), S. 466.

<sup>240</sup> Vgl. Section 421(a) IRC.

zu versteuernde Einkommen unterliegt der „Capital Gains Tax“ und ermittelt sich aus der Differenz zwischen Basispreis und realisiertem Verkaufspreis.

Die Voraussetzungen, um von den Finanzbehörden als ISO anerkannt zu werden sind in Section 422 IRC geregelt.<sup>241</sup> So dürfen die Optionen grundsätzlich nur als „At-the-Money-Options“ bzw. „Out-of-the-Money-Options“ an die Mitarbeiter des Unternehmens begeben werden. D.h. der Basispreis darf beim Gewährungszeitpunkt nicht unter dem Marktpreis liegen.<sup>242</sup> Die ausübungsbeschränkte Periode muß mindestens zwei Jahre betragen und der Verkauf der bezogenen Anteile darf frühestens nach einem Jahr erfolgen. Ferner ist der Wert der jährlich durch ISOs bezogenen Anteile auf US\$ 100.000 begrenzt.<sup>243</sup> Beispielsweise dürfte ein einzelner Mitarbeiter bei einem Kurswert von US\$ 20 pro Aktie jährlich nicht mehr als 5000 Optionen ausüben.

#### 4.4.3.4.3 Beispiel zur Steuerbelastung bei ISO und NQSO

Auch der Unterschied in der Besteuerung der Einkünfte des Managers aus NQSOs und ISOs soll an einem einfachen Zahlenbeispiel demonstriert werden. Es werden einem Manager je 1000 NQSOs und 1000 ISOs zugeteilt. Der Basispreis entspricht in beiden Fällen dem aktuellen Kurswert von 10. Notiert die Aktie nach Wegfall der Ausübungsbeschränkung bei 20, muß der Manager für die 1000 NQSOs ein fiktives Einkommen von jeweils 10, d.h. also insgesamt 10.000 als „Ordinary Income“ mit 39,6% versteuern. Für die 1000 ISOs fällt im „Ausübungszeitpunkt“ keine Steuerlast an. Werden die 1000 ISOs und 1000 NQSOs dann zu einem späteren Zeitpunkt ausgeübt, hat dies in keinem Fall steuerliche Konsequenzen. Erst wenn die bezogenen Anteile nach über einem Jahr bei einem Kurs von 50 veräußert werden, entsteht wieder ein steuerlich relevantes Einkommen. Im Fall der aus den ISOs bezogenen Anteile beträgt das Einkommen 40.000, das allerdings der niedrigeren „Capital Gains Tax“ von 28% unterworfen wird. Bei Verkauf der aus den NQSOs bezogenen Aktien wird nur noch ein Einkommen 30.000 besteuert. Ein fiktives Einkommen von 10.000 wurde ja bereits nach Wegfall der Ausübungsrestriktion versteuert. Da dieses mit der höheren Steuerrate der „Ordinary Income Tax“

<sup>241</sup>

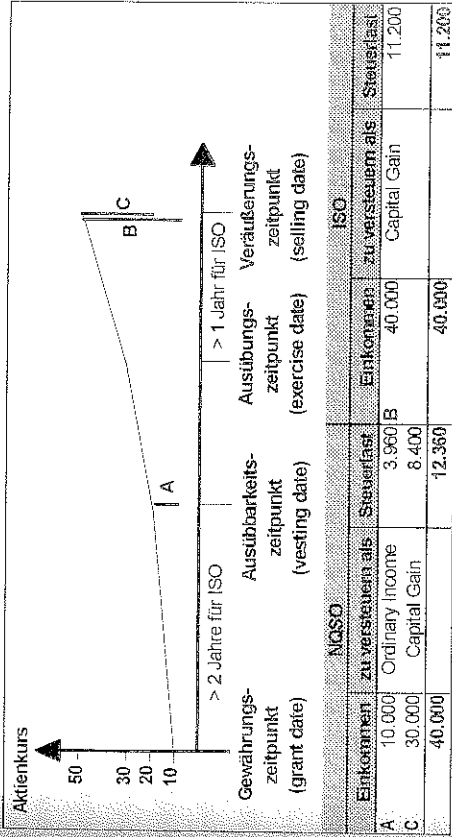
Vgl. Lasslar/Kilpatrick (1994), S. 468 und Zimmerman (1992), S. 52.

<sup>242</sup> Vgl. Coopers & Lybrand (1993), S. 113.

<sup>243</sup> Vgl. Zimmerman (1992), S. 53.

belegt wurde, resultiert für den Manager bei den NQSOs nicht nur ein Liquiditätsnachteil im Vergleich zu den ISOs, sondern auch eine um 1.160 und damit um ca. 10% höhere Steuerlast in der Gesamtbetrachtung, wie die folgende Abbildung 7 zeigt.

Abbildung 7: Die Besteuerung der Einkünfte des Managers bei ISO und NQSO



Quelle: In Anlehnung an Soja (1995), S. 9.

Das Beispiel macht auch deutlich, daß der Steuervorteil der ISO umso höher ausfällt, je weiter die Steuer auf Veräußerungsgewinne und auf Einkommensteuer auseinanderfallen. Andererseits birgt die ISO für das Unternehmen den Nachteil, daß das als Capital Gain zu versteuernde Einkommen des Managers in der GuV nicht abzugsfähig ist.<sup>244</sup> Im Falle der Gewährung von NQSOs mindert sich das zu versteuernde Einkommen des Unternehmens im obigen Beispiel im Ausübungszeitpunkt immerhin um 10.000. Für ein gut verdienendes Unternehmen ist es daher lohnenswerter, den Steuervorteil aus dieser Abzugsfähigkeit an den Manager weiterzugeben.

Auch wenn die Einkünfte aus ESOs eine etwas geringere Steuerlast auslösen als ein vergleichbares Fixgehalt, so erscheint es doch wenig plausibel, daß es in erster Linie steuerliche Gründe sind, die die Implementierung von ESOs in den USA

<sup>244</sup> Vgl. Hawksley/Meibinger (1992), S. 37.

begünstigen.<sup>245</sup> Beachtenswert ist aber dennoch, daß sich das US-Steuerrecht mit den Sonderregelungen für ISOs der Fehlanreize bewußt ist, die eine cashwirksame Besteuerung bei Optionsausübung auslösen kann. Folgt man der Vermutung, daß es insbesondere der Anteilsbesitz ist, der beim Manager ein ausreichendes Aktivitätsniveau gewährleistet, wirkt eine Besteuerung, die den Manager zur Reduzierung seines Anteilsbesitzes nötigt, kontraproduktiv.

Zu Beginn dieses Kapitels wurde ferner die Vermutung geäußert, daß eine Erhöhung des Basispreises tendenziell zu erhöhter Risikobereitschaft führen kann und die Wahrscheinlichkeit höher ist, daß der Manager ein verringertes Aktivitätsniveau ergreift. Folgt man dieser Überlegung, so fördert der gesetzlich geforderte Mindestbasispreis der steuerbegünstigten ISO - der Basispreis darf den aktuellen Kurswert bei Zuteilung ja nicht unterschreiten - eher die Bereitschaft für riskante Investitionen und hat insofern innovationsfördernden Charakter.

#### 4.4.4 Stock Appreciation Agreements

##### 4.4.4.1 Stock Appreciation Rights

Eine in Kapitalgesellschaften häufig implementierte Wertzuwachsvereinbarung sind die „Stock Appreciation Rights“ (SARs).<sup>246</sup> Ähnlich wie Managementoptionen gewähren auch die SARs dem Manager eine Partizipation am Wertzuwachs der Anteile.<sup>247</sup> Allerdings verbrieft ein SAR nicht das Recht zum Bezug von Anteilen, sondern lediglich das Recht auf Zahlung der Differenz zwischen dem „Basispreis“ - dies ist häufig der Aktienkurs zum Gewährungszeitpunkt - und dem Aktienkurs bei Ausübung. Die Laufzeit der SARs entspricht meist der von Optionen und liegt zwischen 3 und 10 Jahren. Ebenso wie bei den Optionen ist auch für die Inhaber von SARs die Ausübung zu Beginn der Laufzeit beschränkt. Außer einer zeitlich befristeten Ausübungsbeschränkung können zusätzliche oder alternative „Vesting-Provisions“ vereinbart werden.

Im Unterschied zu den Optionen erlangt der Manager durch die SARs keine gesellschaftsrechtliche Stellung im Unternehmen. Dies ist insbesondere dann von Bedeutung,

<sup>245</sup> Vgl. Hite/ Long (1982), S. 3.

<sup>246</sup> Vgl. Lassila/Kilpatrick (1994), S. 471 und Soja (1995), S. 14.

<sup>247</sup> Aufgrund der konzeptionellen Nähe von Managementoptionen und SARs werden auch identische Bilanzierungsregeln gefordert. Vgl. Balsam (1994), S. 52.

ung, wenn die übrigen Aktionäre eine Stärkung der gesellschaftsrechtlichen Stellung des Managers bzw. eine Verwässerung ihrer Anteilsposition verhindern wollen.<sup>248</sup> Vorteilhaft für den Manager ist, daß er zu keinem Zeitpunkt „eigenes Geld“ investieren muß.

In der Praxis werden die SARs häufig in Verbindung mit Managementoptionen gewährt, um dem Manager die Finanzierung des Bezugspreises und eventuell anfallender Steuern zu erleichtern.<sup>249</sup> Bei diesen sogenannten „Tandem SARs“ wird meist ein Gesamtkontingent an Optionen/SARs gewährt. Der Manager kann dann selbst entscheiden, in welcher Kombination er dieses Kontingent aufbraucht. Gewährt ein Unternehmen seinem Vorstand beispielsweise ein Gesamtkontingent von 1000 Optionen und SARs mit einem Basispreis von US\$ 20, so kann der Manager bei einem aktuellen Aktienkurs von US\$ 30 durch die Ausübung von 600 SARs zunächst ein Cashzufluß von US\$ 6000 realisieren. Ihm bleiben dann noch 400 Optionen im Kontingent, für deren Ausübung er insgesamt US\$ 8000 (400 x US\$20) entrichten muß. Durch die Teilfinanzierung aus der SAR-Ausübung zahlt der Manager für den Bezug von 400 Aktien aber lediglich US\$ 2000. Der Manager kann die Transaktion auch so gestalten, daß er keine liquiden Mittel benötigt. Im vorgestellten Beispiel muß er dazu 667 SARs und 333 Optionen ausüben.

##### 4.4.4.2 Phantom Stock

Die Konzeption der Bonusermittlung als Differenz zweier Unternehmenswerte ist bei „Phantom Stock Arrangements“ (PSA) und den SARs identisch. Den Phantom Stocks liegt allerdings kein am Markt ermittelter Aktienkurs zugrunde, sondern meist ein fiktiver Anteilswert, der über einen speziellen Algorithmus ermittelt wird.<sup>250</sup> Bei den Wertermittlungsverfahren wird z.B. auf das Shareholder-Value-Konzept oder entsprechende Näherungsverfahren zurückgegriffen.<sup>251</sup> Das Phantom Stock Konzept

<sup>248</sup> Eine Ausnahme bilden jene SARs, die eine Bonuszahlung in Form von Anteilen vorsehen.

<sup>249</sup> Vgl. Lassila/Kilpatrick (1994), S. 477.

<sup>250</sup> Vgl. z.B. England (1992), S. 41. Grundsätzlich sind allerdings auch Konstruktionen denkbar, die ähnlich den Restricted Stock Plans - einen echten Erwerb der „Phantomaktien“ vorsehen.

<sup>251</sup> Praktische Beispiele für Phantom-Stock-Konstruktionen auf Basis des Shareholder-Value-Konzeptes geben Rappaport (1983), S. 52 und Walter (1992), S. 41ff. Beispiele für Phantom Stocks, deren Werte auf Shareholder-Value-Näherungsverfahren ermittelt werden, finden sich bei England (1992), S. 41ff.

kommt somit vor allem jenen Kritikern entgegen, die den Marktwert als unzureichende Abbildung des inneren Wertes eines Unternehmens betrachten. Aufgrund ihrer Unabhängigkeit von realen Aktienkursen eignen sich die PSAs - im Gegensatz zu den SARs - vor allem für nicht-börsennotierte Tochtergesellschaften oder Strategische Geschäftseinheiten (SGE) von Großunternehmen. Um den Eindruck der unternehmerischen Beteiligung perfekt zu machen, werden an die Phantom Stock Inhaber z.T. auch Dividendenzahlungen geleistet.<sup>252</sup>

Insbesondere die kennzahlenbasierte Ermittlung des Phantom Stock Wertes kam für den Manager von Vorteil sein. So sind ihm der Bewertungsalgorithmus und die verwendeten Kennzahlen bekannt. Im Gegensatz zum Aktienkurs kann er somit gezielt Einfluß auf die bewertungsrelevanten Größen nehmen. Für die Aktionäre ist das vor allem dann vorteilhaft, wenn die verbesserte Transmission zwischen Aktivität und Erfolg zu einer höheren Motivation und einem geringeren Risikozuschlag des Managers führt. Die geringeren Gehaltskosten bei vermindertem Risikozuschlag können allerdings durch erhöhte Vergütungskosten, die sich aus der verbesserten Manipulierbarkeit der Kennzahlen einstellen, aufgezehrt werden. Ein weiterer Vorteil für die Eigentümer ist, daß die PSPs dem Manager keine „mitunternehmerische Stellung“ im gesellschaftsrechtlichen Sinne einräumt. Vor allem für die Gesellschafter nicht-börsennotierter Familienunternehmen kann dieser „Verwässerungsschutz“ der PSAs von Vorteil sein.<sup>253</sup>

#### 4.4.4.3 Steuergrundsätze

Die steuerliche Behandlung der SARs und PSAs fallen nicht unter die Grundsätze der Section 83 IRC, da sie keinen Transfer von Anteilen vorsehen.<sup>254</sup> So realisiert der Manager erst bei Ausübung der SARs oder der PSAs ein Einkommen in Höhe der Wertzuwachszahlung, das als Ordinary Income versteuert wird. Der beim Manager zu versteuernde Betrag kann in der GuV des Unternehmens als Vergütungsaufwendung abgesetzt werden.<sup>255</sup> Im Gegensatz zu der Situation beim Anteilswerb unter Marktpreis oder bei der Ausübung von Managementoptionen ist

<sup>252</sup> Vgl. England (1992), S. 39.

<sup>253</sup> Vgl. Hamill (1995), S. 100.

<sup>254</sup> Vgl. Hamill (1995), S. 101f.

<sup>255</sup> Vgl. Lassila/Kilpatrick (1994), S. 471.

bei den SARs und PSAs die Besteuerung zum Ausübungszeitpunkt unter Liquiditätsgesichtspunkten unproblematisch. So erzielt der Manager im Moment der Ausübung liquiditätswirksame Einkünfte.<sup>256</sup>

#### 4.4.5 Die Instrumente der Stock-based Compensation in der Übersicht

Die folgende Tabelle 16 faßt die Merkmale der wesentlichen Vertragsformen der Stock-based Executive Compensation<sup>257</sup> zusammen.

Tabelle 16: Die Instrumente der Stock-based Compensation in der Übersicht

Vergütungs-instrument	Wesentliche Merkmale	Beurteilung
Founders Stock	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einmaliger Erwerb eines signifikanten Kapitalanteils (meist unter Marktwert)</li> <li>• Faktische Veräußerungsbeschränkung durch mangelnde Fungibilität der Anteile</li> <li>• Vorkaufs- und Mitverkaufsrechte für übrige Gesellschafter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Starke unternehmerische Einbindung des Key-Managements in Gründungs- und frühen Unternehmensphasen (auch bei MBO oder Joint Venture)</li> <li>• Motivationswirkung durch Investition eigener Mittel</li> <li>• Steuerpflicht, wenn Anteile unter Marktwert erworben werden</li> </ul>
Restricted Stock Plan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vereinbarung, daß jährlich eine fixierte oder variable Anzahl von Aktien unter Marktpreis erworben werden kann</li> <li>• Laufzeit der Vereinbarung in der Regel zwischen 3 und 5 Jahren</li> <li>• Veräußerungsbeschränkte Periode der erworbenen Aktien zwischen 1 und 3 Jahren</li> <li>• Vorkaufsrecht der übrigen Gesellschafter (verläßt der Manager das Unternehmen vorzeitig, haben die Gesellschafter ein Ankaufsrecht zu nominal)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• „klassische goldene Handschellen“ zur Bindung und unternehmerischen Entlohnung angestellter Manager in größeren Kapitalgesellschaften</li> </ul>

Fortsetzung: nächste Seite

<sup>256</sup> Eine analoge Problematik wie bei den Non-qualified Stock Options ergibt sich allerdings dann, wenn der Bonus nicht in Cash, sondern in Anteilen ausgezahlt wird.

## 4.5 Empirische Validität des Erklärungsansatzes

### 4.5.1 Vorgehensweise

Zentrale These des vierten Kapitels ist, daß diversifizierte Eigentümer das Top-Management vorzugsweise durch Options- und Wertzuwachsregelungen vergüten, wenn sie davon ausgehen, daß der Manager eine Strategie wählt bzw. ein Investitionsprogramm zusammenstellt, dessen zukünftige Zahlungsströme zwar sicher, deren Erwartungswert aber geringer ist als bei einem Alternativprogramm. Befürchten die Eigentümer hingegen, daß die Manager ihre Bemühungen im Rahmen einer einmal festgelegten Strategie bzw. eines konstanten Investitionsprogrammes verringern, werden sie vorrangig auf die Vergütung durch Beteiligungserwerb zurückgreifen.<sup>257</sup>

Hier soll nun der Frage nachgegangen werden, inwieweit sich diese auf Basis der agencytheoretischen Modellwelt abgeleitete Vermutung durch die Ergebnisse empirischer Untersuchungen in den USA stützen läßt. Dafür wurden in den beiden vorangegangenen Abschnitten bereits wesentliche Grundlagen geschaffen. Abschnitt 4.3 identifizierte Anhaltspunkte, die auf die Existenz der jeweiligen „Moral-hazard-Problematik“ hindeuten und quasi als „Brückenschlag“ von der Modellwelt zur realen Welt dienen.<sup>258</sup> Im Abschnitt 4.4 erfolgte Beschreibung der wesentlichen Vertragsformen wertorientierter Vergütungsformen in der US-Praxis.

Im folgenden werden empirische Ergebnisse zu Ausmaß und Relevanz anteilsbasierter Komponenten in den Gehaltsstrukturen der US-Führungskräfte dargestellt und überprüft, ob sich die Vergütungspraxis mit den Voraussagen der Agencytheorie vereinbaren läßt. Im nächsten Schritt wird untersucht, inwieweit die vermutete spezifische Motivationswirkung der Stock Option und Stock Purchase Agreements durch empirische Befunde gestützt wird. Zuvor erfolgt jedoch eine Übersicht über die Publizitätsanforderungen für die Managementgehälter US-amerikanischer Publikumsgesellschaften. Dieses erscheint insofern von Relevanz, da empirische Untersuchungen vor allem auf diese öffentlich zugängliche Datenbasis zugreifen.

Vergütungs-instrument	Wesentliche Merkmale	Beurteilung
Incentive Stock Option Plan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vereinbarung, daß jährlich eine fixierte Anzahl von ISOs zugeteilt wird</li> <li>Basispreis &gt; aktueller Kurswert bei Zuteilung der ISO</li> <li>Ausübungszeitraum der gewährten Optionen: i.d.R. 10 Jahre</li> <li>Ausübungsbeschränkte Periode: Mind. 2 Jahre</li> <li>Veräußerungsbeschränkte Periode der bezogenen Aktien: Mind. 1 Jahr</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Liquiditätswirksame Besteuerung erst bei Verkauf der bezogenen Anteile mit niedriger „Capital Gains Tax“ aber: keine Abzugsfähigkeit beim Unternehmen</li> <li>Stark eingeschränkte Flexibilität durch Beachtung zahlreicher Vorschriften aber: sowohl für private als auch börsennotierte Unternehmen einsetzbar</li> </ul>
Non-qualified Stock Option Plan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vereinbarung, daß jährlich eine fixierte oder variable Anzahl von NQSOs zugeteilt wird</li> <li>keine Vorschriften hinsichtlich Basispreis, Ausübungszeitraum, ausübungsbeschränkter Periode, Haltefristen d. bezogenen Anteile</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Liquiditätswirksame Besteuerung vor Veräußerung der bezogenen Anteile aber: Abzugsfähigkeit beim Unternehmen</li> <li>hohe Gestaltungsflexibilität</li> </ul>
Indexed Stock Option Plan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variation des Basispreises während der Optionslaufzeit (gekoppelt an Markt- oder Branchenindex)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eliminierung systematischer Risiken</li> <li>Vermeidung von „Windfall Profits“</li> </ul>
Stock Appreciation Rights Plan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vereinbarung, daß jährlich eine fixierte Anzahl von SARs zugeteilt wird (SARs berechnen sich zur Auszahlung der Differenz zwischen Kurs bei Ausgabe und Kurs bei Ausübung)</li> <li>Ausübungsbeschränkte Periode: i.d.R. &gt; 2 Jahre</li> <li>Laufzeit der SARs: 3-10 Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Partizipation des Managers am Wertzuwachs, ohne die gesellschaftsrechtliche Stellung der übrigen Aktionäre zu verwässern.</li> <li>Einsatz auf börsennotierte Kapitalgesellschaften beschränkt</li> <li>Ausgabe von Tandem SARs zur Finanzierung des Ausübungspreises von Managementoptionen geeignet</li> </ul>
Phantom Stock Plan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vereinbarung, daß jährlich eine fixierte Anzahl von „Phantom Stocks“ zugeteilt wird</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wie SAR, aber: Auch für nicht-börsennotierte Unternehmen, Tochtergesellschaften oder Geschäftseinheiten einsetzbar</li> <li>Wertermittlung flexibel gestaltbar (evtl. Rückgriff auf Shareholder-Value-Konzept)</li> </ul>

Quelle: Eigene Darstellung.

<sup>257</sup> Vgl. Kap. 4.2.5.