

Die Ausgestaltung von Management- und Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen ist sehr vielschichtig. Für die praktische Anwendung steht eine Reihe von unterschiedlichen Möglichkeiten zur Verfügung. Hierbei gibt es eine grundsätzliche Unterscheidung zwischen eigenkapital- und erfolgsorientierten und fremdkapitalbasierten Beteiligungsmodellen. Allen Modellen gemeinsam ist eine gewünschte positive Auswirkung auf die Motivation des Managements und der

Mitarbeiter. Allerdings müssen sich die Modelle auch in ihrem Ergebnis für die Beteiligten positiv auswirken. Mögliche Optionen auf eine Beteiligung am Unternehmenserfolg des börsennotierten Unternehmens, die sich nicht realisieren lassen, sind eher kontraproduktiv. Daher ist es umso wichtiger, jedes Programm auf den konkreten Einzelfall abzustellen.

Kapitalbeteiligung des Managements und der Mitarbeiter

Für Manager, die an der Spitze der 30 größten deutschen börsennotierten Konzerne stehen, sind Aktienoptionsprogramme seit Langem üblich. Demgegenüber hat die Beteiligung von Mitarbeitern an ihrem arbeitgebenden Unternehmen – seit dem Ende des Neuen Marktes – sowohl bei den Unternehmen des Prime Standard als auch des Entry Standard keinen großen Stellenwert, trotz der steigenden Zahl von Neuemissionen in den letzten vier Jahren.

Bei Beteiligungsmodellen für Manager und Mitarbeiter in Form von Aktienoptionsprogrammen handelt es sich grundsätzlich um eine freiwillige Leistung des Unternehmens, mit der unterschiedliche Zielsetzungen erreicht werden sollen:

- Identifikation der Belegschaft mit dem Unternehmen

- Schaffung eines Anreizes für eine erfolgsorientierte Leistung, durch die eine Erhöhung der Produktivität des Unternehmens angestrebt wird
- Steigerung der Attraktivität als Arbeitgeber im internationalen Wettbewerb um qualifiziertes Personal
- Stärkere Bindung der vorhandenen Mitarbeiter an das Unternehmen
- Chance für Mitarbeiter, Kapitalvermögen als eine zusätzliche Alterssicherung aufzubauen

Mitarbeiterbeteiligungsmodelle, insbesondere Aktienoptionsprogramme, sind nicht unumstritten, da eine motivierende Wirkung auf die Mitarbeiter ausbleibt, wenn sie nicht ausgeübt werden können. In Bezug auf das Management können diese auch dazu führen, dass gute Nachrichten publiziert und schlechte Nachrichten zurückgehalten werden. Dies macht deutlich, dass Aktienoptionsprogramme in der Praxis sehr sensibel gehandhabt werden müssen.

Formen von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen

Es lassen sich drei Formen von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen mit unterschiedlichen Ausprägungen unterscheiden (Abbildung: Mitarbeiterkapitalbeteiligungsmodell, S. 100): eigenkapitalorientierte, erfolgsorientierte und fremdkapitalbasierte Beteiligungsmodelle.

- Eigenkapitalorientierte Beteiligungsmodelle

Für börsennotierte Unternehmen stehen drei Formen eigenkapitalorientierter Beteiligungsmodelle zur Verfügung, wobei die Art und Weise der Übertragung von Anteilen an einer Aktiengesellschaft deutlich einfacher und problemloser möglich ist als bei einer GmbH. Die an der Börse eingeführte Aktie besitzt ein Höchstmaß an Fungibilität. Sie kann von den Anteilseignern jederzeit veräußert werden. Diese Fungibilität kann durch die Emission von vinkulierten Namensaktien eingeschränkt werden.

Direkte Beteiligungen

Im Vorfeld eines IPOs besteht zunächst die Möglichkeit, dem Management eine Pre-IPO-Beteiligung an dem Unternehmen anzubieten. Hierbei erwirbt das Management die Aktie grundsätzlich wie jeder andere potentielle Erwerber; so im Wege einer Kapitalerhöhung oder durch den Kauf von den bisherigen Aktionären. Entscheidend ist, dass das Management für den Erwerb der Aktien eine Einlage leistet. Diese Einlage wird typischerweise niedriger bemessen sein als der Börseneinführungspreis der Aktie, wobei sich eine größere Differenz umso mehr rechtfertigen lässt, wenn die Beteiligung zu einem Zeitpunkt deutlich vor der Börseneinführung stattfindet. Eine Lock-up-Verpflichtung (Veräußerungssperre) ist in jedem Fall ein Muss. Der Zeitraum der Lock-up-Verpflichtung wird dabei in der praktischen Gestaltung zwischen sechs Monaten und zwei Jahren variieren.

Auch für die Zeit nach dem Börsengang kann mit dem Management ein Bezugsrecht von Aktien der Altaktionäre oder im Rahmen einer Kapitalerhöhung zu einem Preis unter dem Emissionskurs als Anreiz vereinbart werden.

Aufgrund des Kapitaleinsatzes ist die Managementbeteiligung mit dem Risiko eines Vermögensverlustes verbunden. Diese Risikoübernahme wird vom Kapitalmarkt bei einem IPO des Unternehmens positiv bewertet, da hierdurch eine an den Zielen

der Aktionäre ausgerichtete Verhaltensorientierung gewährleistet ist (sog. Anreizkompatibilität).

Über die Ausgabe von Belegschaftsaktien erhalten Mitarbeiter die Möglichkeit, zu günstigen Konditionen Aktien des Unternehmens zu erwerben. Die Verwendung der Aktien unterliegt meist verschiedenen Beschränkungen. Der infolge von Vorzugskonditionen niedrigere Erlös aus dem Verkauf der Belegschaftsaktien wird durch geringere Platzierungskosten (Werbung, Roadshows etc.) teilweise kompensiert. Allerdings gehen die Mitarbeiter beim Erwerb von Belegschaftsaktien ein (Kurs-)Risiko ein, das den gesamten investierten Betrag erfasst.

Für eine Beteiligung von Management und Mitarbeitern an der Wertentwicklung des Unternehmens stehen drei Arten von Aktienoptionsprogrammen mit jeweils unterschiedlichen Ausgestaltungsformen zur Verfügung, die sich im Wesentlichen darin unterscheiden, ob den Begünstigten eine Beteiligungsmöglichkeit am Unternehmen (echte Aktienoptionen, Wandelschuldverschreibung) oder nur eine zusätzliche Vergütung (virtuelle Beteiligung) eingeräumt wird.

Aktienoptionen – Eckpunkte von Aktienoptionsprogrammen

Die Ausgestaltung der Parameter eines Aktienoptionsprogramms erfolgt für die Mitarbeiter durch den

Vorstand und, sofern dieser selber Begünstigter ist, durch den Aufsichtsrat. Die Parameter des Aktienoptionsprogramms werden in einer Optionsvereinbarung dokumentiert und betreffen im Einzelnen folgende Aspekte:

- Teilnahmeberechtigung (Vorstand, ausgewählte Führungskräfte, alle Mitarbeiter)
- Umfang des Aktienoptionsprogramms (Anzahl der bereitzustellenden Aktien; üblicherweise 4 % bis 8 % des Grundkapitals)
- Anzahl Optionen je Teilnehmberechtigter
- Sperrfrist für die Optionsausübung (z. B. gestaffelte Sperrfrist: 40 % nach zwei Jahren, 40 % nach drei Jahren und 20 % nach vier Jahren)
- Ausübungspreis (z. B. Aktienkurs im Zeitpunkt der Optionsgewährung oder der Emissionskurs)
- Repricing (Neufestsetzung des Ausübungspreises und/oder der Erfolgsziele bei einer anhaltenden negativen Börsenentwicklung; alternativ: Ausgabe neuer Aktienoptionen)
- Ausübungszeitraum (z. B. 20 Börsenhandelstage nach der ordentlichen Hauptversammlung des Unternehmens)
- Laufzeit des Programms (z. B. fünf Jahre)
- Erfolgsziele (teilweise aktienrechtlich verpflichtend; es können

- mehrere miteinander kombiniert werden; Beispiele: Aktienkurs, Unternehmenskennzahlen)
- Dauer der Optionsberechtigung (z. B. Kopplung an das ungekündigte Arbeitsverhältnis)

Die einzelnen Parameter gelten grundsätzlich für alle Formen von Aktienoptionsprogrammen.

Echte Aktienoptionen

Stock Options (Aktienoptionen) sind in der Praxis die bevorzugte Form der Managementbeteiligung und gewähren dem Begünstigten das Recht, nach Ablauf einer bestimmten Sperrfrist und bei Eintritt zuvor festgelegter Erfolgsziele eine bestimmte Anzahl von Aktien innerhalb eines festgelegten Ausübungszeitraums zu einem im Vorhinein festgelegten Bezugspreis vom Unternehmen zu erwerben. Die Ausübung der Aktienoption durch den Begünstigten – sog. Call-Option – wird in der Regel nur dann erfolgen, wenn für diesen dadurch ein wirtschaftlicher Vorteil entsteht, d. h., die Aktien des Unternehmens können über die Optionen günstiger erworben werden als bei einem Kauf über die Börse.

Zielsetzung eines Matching Stock Programm (MSP) ist es, das Management eines Unternehmens am Wertzuwachs der Aktien der Gesellschaft durch den Erwerb von Aktien zu beteiligen. Bei diesem aktienbasierten Vergütungsmodell erhält das Management die Gelegenheit, für einen Teil der jährlichen Bonus-

zahlungen Aktien des Unternehmens zum Börsenkurs – nach Ablauf einer Sperrfrist – zu erwerben.

Virtuelle Beteiligungen

Anstatt echte Aktienoptionen auszugeben, besteht die Möglichkeit, anhand von Phantom Stocks die Auszahlung echter Aktienoptionen nachzubilden. Hierbei werden den Begünstigten fiktive Aktien zugeteilt, die keine Aktionärsrechte begründen. Die Begünstigten solcher Phantom Stocks nehmen an den jährlichen Dividendenzahlungen für die realen Aktien teil. Im Falle eines Verkaufs vergütet das Unternehmen den aktuellen Aktienkurs abzüglich des Bezugspreises in Geld.

Bei so genannten Stock Appreciation Rights (Wertsteigerungsrechte) erhalten die Begünstigten virtuelle Optionen, bei deren Ausübung der sofortige Verkauf der fiktiven Aktien unterstellt wird. Diese Optionen sind nicht dem Recht auf Lieferung von Aktien, sondern mit dem Recht auf Auszahlung der Differenz zwischen Basispreis und aktuellem Marktpreis zum Zeitpunkt der Ausübung ausgestattet.

Nachteilig bei den virtuellen Beteiligungsformen ist, dass das Unternehmen liquiditätsmäßig belastet wird, während bei den echten Aktienoptionsprogrammen das Eigenkapital verstärkt wird. Allerdings kommt es hierbei zu keiner Verwässerung der Anteile der übrigen Aktionäre.

Wandelschuldverschreibungen

Eine weitere Alternative für die Beteiligung von Management und Mitarbeitern stellt die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen dar, die bis zur Änderung des § 192 Abs. 2 AktG durch das KonTraG häufig zur Anwendung gekommen ist.

Bei einer Wandelschuldverschreibung gewährt der Begünstigte (Management, Mitarbeiter) dem Unternehmen für eine bestimmte Laufzeit einen Kredit in Form einer Anleihe. Neben dem Anspruch auf Rückzahlung und Verzinsung besteht zusätzlich – während eines bestimmten Zeitraums/Zeitpunkt in der Zukunft zu einem im Voraus festgelegten Verhältnis – ein Umtauschrecht der Anleihe in Aktien.

Herkunft der Aktien

Die Auflegung von echten Aktienoptionsprogrammen erfordert die Bereitstellung der zur Bedienung im Ausübungsfall erforderlichen Aktien durch das Unternehmen als Anspruchsschuldner bzw. Stillhalter der Option. Hierfür stehen nach dem Aktiengesetz drei Varianten zur Verfügung (Abbildung: Aktienoptionen, S. 101).

Es empfiehlt sich, das erste Stock Option Programm im Zuge des Börsengangs aufzulegen und die dafür notwendigen Beschlüsse und Zustimmungen vorzubereiten und einzuholen.

Genehmigtes Kapital

Die Lieferverpflichtung aus einem Aktienoptionsprogramm kann über ein genehmigtes Kapital nach § 202 ff. AktG durch die Hauptversammlung (Dreiviertel-Mehrheit) abgesichert werden. Nachteilig bei dieser Variante ist, dass die Ermächtigung des Vorstands, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die Aktien auszugeben, auf fünf Jahre beschränkt ist. Das Bezugsrecht der Altaktionäre ist nicht ausgeschlossen. Die Sperrfrist für die Ausübung der Aktienoptionen kann vom Unternehmen frei gewählt werden.

Bedingtes Kapital

Bei der Variante der bedingten Kapitalerhöhung wird der Vorstand des Unternehmens von der Hauptversammlung (Dreiviertelmehrheit) ermächtigt, das Eigenkapital der Unternehmung durch die Ausgabe neuer Aktien zum Zwecke der Gewährung von Bezugsrechten an Mitarbeiter und Mitglieder der Geschäftsführung und verbundener Unternehmen zu erhöhen (§ 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG). Das Bezugsrecht der Altaktionäre ist per se ausgeschlossen. Der Hauptversammlungsbeschluss muss den Erfordernissen des § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG genügen. Das bedingte Kapital steht zeitlich unbegrenzt zur Verfügung. Allerdings ist die Höhe des bedingten Kapitals für die Ausgabe von Stock Options auf 10 % des Grundkapitals begrenzt. Die Aktienoptionen sind für mindestens zwei Jahre für die Ausübung gesperrt.

In der Praxis entscheidet sich der überwiegende Teil der Unternehmen zur Bedienung von Stock Options für die Variante der bedingten Kapitalerhöhung, da für diese nicht wie beim genehmigten Kapital eine Fünfjahresfrist besteht.

Rückkauf eigener Aktien

Die Aktien für das Aktienoptionsprogramm können auch durch das Instrument des Rückkaufs eigener Aktien (§ 71 AktG) beschafft werden, sofern diese an Management und Mitarbeiter des Unternehmens oder verbundenen Gesellschaften übertragen werden sollen. Während die Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien durch die Hauptversammlung der einfachen Mehrheit des vertretenen Grundkapitals genügt, bedarf der Beschluss für die Bedienung von Bezugsrechten aus Aktienoptionen mit diesen Aktien einer Dreiviertelmehrheit des auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals. Die Ermächtigung ist auf 18 Monate und 10 % des Grundkapitals begrenzt. An dem Hauptversammlungsbeschluss werden die gleichen Erfordernisse geknüpft wie bei der bedingten Kapitalerhöhung.

• Erfolgsorientierte Beteiligungsmodelle

Bei den erfolgsorientierten Beteiligungsmodellen erhalten das Management und die Mitarbeiter neben dem vertraglich vereinbarten Entgelt eine vom Unternehmenserfolg abhängige variable Zusatzver-

gütung. Als Bezugsgrößen kommen – unabhängig von der Unternehmensrechtsform – verschiedene Steuerungsgrößen in Betracht, die eine positive Korrelation zur Unternehmensentwicklung aufweisen. In der Praxis kommen z. B. der Umsatz auf Basis einer persönlichen Zielvereinbarung, der absolute Gewinn des Unternehmens sowie verschiedene wertorientierte Unternehmenskennzahlen (ROI, ROE, ROCE, CFROI, EVA, DCF) zur Anwendung.

Für börsennotierte Unternehmen kann als Bezugsgröße auch die Aktienkursentwicklung herangezogen werden.

• Fremdkapitalbasierte Beteiligungsmodelle

Fremdkapitalbasierte Beteiligungsmodelle sind weitestgehend rechtsformunabhängig anwendbar. Die mit einem IPO verbundenen spezifischen Motivationsvorteile werden von diesen nicht gänzlich realisiert.

Bei einem Mitarbeiterdarlehen gewähren Mitarbeiter des arbeitgebenden Unternehmens diesem ein Darlehen und erhalten als Gegenleistung einen fest vereinbarten oder vom Gewinn abhängigen Zinsanspruch. Lediglich bei der Vereinbarung eines gewinnabhängigen Vergütungsanspruchs profitiert der Mitarbeiter von einer guten Ertragslage des Unternehmens. Insofern geht einzig von dieser Variante des Mitarbeiterdarlehens eine Anreiz

auslösende Wirkung auf den Mitarbeiter aus. Mitarbeiterdarlehen sind in der Regel zinsgünstiger als bankübliche Darlehen. Zu berücksichtigen ist, dass junge Mitarbeiter häufig am Anfang ihrer beruflichen Karriere stehen und über kein wesentliches Vermögen verfügen.

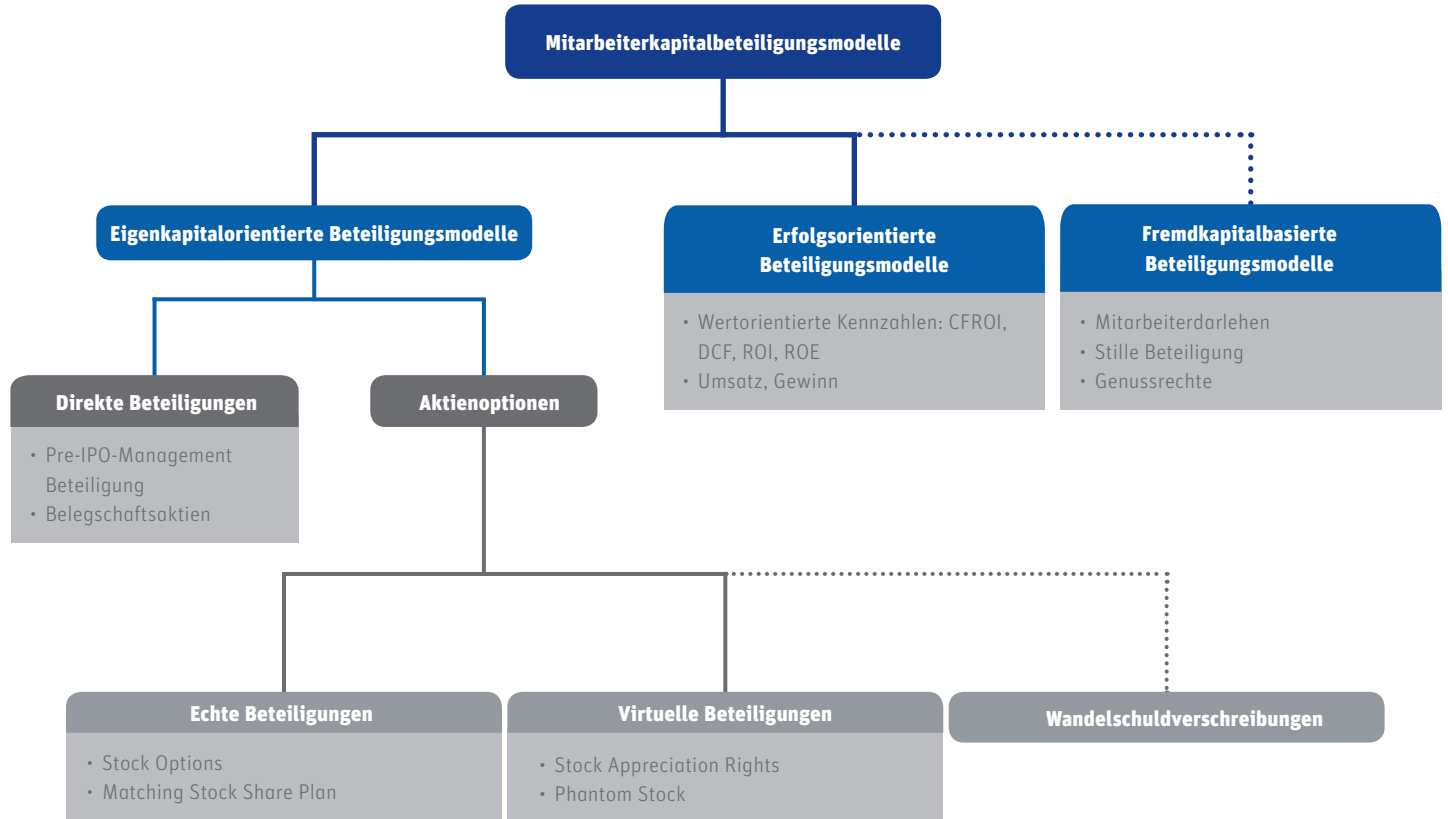
Gegenüber einem Mitarbeiterdarlehen verfügt der still Beteiligte über gesetzlich vorgesehene Kontrollrechte. Im Falle einer atypischen Beteiligung trägt der Mitarbeiter neben der Mitunternehmerinitiative auch ein Mitunternehmerrisiko, von dem seine gesamte Beteiligung erfasst wird.

Die Anwendbarkeit beider Modelle ist in der Praxis auf Unternehmen beschränkt, bei denen es um die Bindung einzelner (leitender) Mitarbeiter geht. Hinzu kommt, dass sich etwaige Vorzüge nur schwer vermitteln lassen.

Der Genussschein stellt schuldrechtlich ein Kapitalüberlassungsverhältnis zwischen dem Mitarbeiter auf der einen Seite und dem Unternehmen auf der anderen Seite dar. Es handelt sich um ein Wertpapier, mit dem sogenannte Genussrechte verbrieft sind, die üblicherweise nur Eigentümern zustehen, wie z. B. einem Anteil am Gewinn, am Liquidationserlös oder ein Anspruch auf die Gewährung von Bezugsrechten. Gleichwohl gewähren Genussrechte keine Stimmrechte. Sie können an der Börse gehandelt werden und zeichnen sich durch eine

große Gestaltungsbreite aus (Strukturierung als Eigen- oder Fremdkapital möglich). Die Ausgabe von Genussscheinen ist nicht auf börsenfähige Unternehmen beschränkt, so dass diese grundsätzlich auch Mittelständlern als Finanzierungsinstrument zur Verfügung stehen.

Mitarbeiterbeteiligungsmodelle



AKTIONSOPTIONEN

Form	Echte Beteiligungen			Virtuelle Beteiligungen
	Genehmigtes Kapital	Bedingtes Kapital	Rückkauf eigener Aktien	
Kapitalbeschaffung				
Auswirkungen	<ul style="list-style-type: none"> • Grundkapitalerhöhung • Liquiditätszufluss in Höhe des Ausübungspreises • Verwässerung der Altaktionäre, sofern Bezugsrecht nicht ausgeschlossen wird 	<ul style="list-style-type: none"> • Grundkapitalerhöhung • Liquiditätszufluss in Höhe des Ausübungspreises • Keine Verwässerung der Altaktionäre, da Bezugsrecht per se ausgeschlossen ist 	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Grundkapitalerhöhung • Liquiditätsbindung • Börsenkurs vorher unbekannt • Keine Verwässerung der Altaktionäre 	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Grundkapitalerhöhung • Liquiditätsabfluss • Marktpreis bei Ausübung vorher nicht bekannt • Keine Verwässerung der Altaktionäre
Begünstigter Personenkreis	<ul style="list-style-type: none"> • Management • Mitarbeiter • Tochtergesellschaften der Unternehmensgruppe • Aufsichtsrat • Freie Mitarbeiter 	<ul style="list-style-type: none"> • Management • Mitarbeiter • Tochtergesellschaften der Unternehmensgruppe 	<ul style="list-style-type: none"> • Management • Mitarbeiter • Tochtergesellschaften der Unternehmensgruppe 	<ul style="list-style-type: none"> • Management • Mitarbeiter • Tochtergesellschaften der Unternehmensgruppe
(administrative) Ausgestaltung	<ul style="list-style-type: none"> • Hoher Aufwand • Mittlere Flexibilität • Aktionärsrechte 	<ul style="list-style-type: none"> • Hoher Aufwand • Hohe Flexibilität • Aktionärsrechte 	<ul style="list-style-type: none"> • Hoher Aufwand • Geringe Flexibilität • Aktionärsrechte 	<ul style="list-style-type: none"> • Geringer Aufwand • Hohe Flexibilität • Keine Aktionärsrechte
Sperrfrist für Ausübung der Option	<ul style="list-style-type: none"> • Frei wählbar 	<ul style="list-style-type: none"> • Mindestens 2 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> • Frei wählbar 	<ul style="list-style-type: none"> • Frei wählbar
Ausübungsfrist / Ermächtigungszeitraum	<ul style="list-style-type: none"> • Begrenzung auf 5 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> • Unbegrenzt 	<ul style="list-style-type: none"> • Ermächtigung ist befristet auf 18 Monate; Abgabe der Aktien innerhalb eines Jahres nach Erwerb an Berechtigte 	<ul style="list-style-type: none"> • Unbegrenzt