

Die dunkle Seite von Optionsplänen

Mitarbeiterprogramme können falsche Anreize setzen

Von Pius Zraggen*

In jüngster Zeit häufen sich die Meldungen über Bilanzierungsskandale börsenkotierter Unternehmen. Manche von ihnen haben mit ausgedehnten Mitarbeiteroptionsplänen gearbeitet. Es fragt sich, ob Optionsprogramme das Management bei sinkenden Kursen zu aktionärsschädigendem Verhalten verleiten und wie sich dies verhindern lässt.

Anreizsysteme in Unternehmen sollen die Interessenkonflikte zwischen Aktionären und Management reduzieren und das Management dazu anspornen, nachhaltige Wertschöpfung zu erzielen. Sie sind aus Sicht der Aktionäre dann erfolgreich, wenn ihr Nutzen grösser ist als die entstehenden Kosten. Die wichtigsten Voraussetzungen für gut funktionierende Anreizsysteme sind effiziente Kontrollorgane (Verwaltungsrat, Revision und Börsenaufsicht) und ein Gleichgewicht zwischen Entscheidungskompetenz des jeweiligen Managers, Leistungsmessung und Entlohnung. Die Entlohnung sollte einerseits im Verhältnis zur Verantwortung stehen und andererseits aussergewöhnliche Leistungen belohnen, somit neben einem fixen auch einen variablen Bestandteil aufweisen. Die aussergewöhnlichen Leistungen sollten dabei in einem sinnvollen Verhältnis zur erzielten Wertschöpfung stehen.

Im Auf und Ab der Börsenkurse

Optionspläne sind ein mögliches Instrument, um aussergewöhnliche Leistungen zu entschädigen: Manager erhalten neben ihrem Grundgehalt eine leistungsabhängige Komponente in Form von Aktienoptionen. Die Leistungsmessung wird dem Finanzmarkt überlassen, der Anspruch an Objektivität ist somit bestmöglich erfüllt. Um falsche Anreize für das Management zu verhindern, ist die effiziente Ausgestaltung der Optionspläne eine elementare Voraussetzung. So wird zum Beispiel empfohlen, die Laufzeit der Option in eine Sperr- und Ausübungsfrist zu gliedern, jährlich Optionen zu emittieren oder den Ausübungspreis an einem Branchenindex auszurichten.

Zwischen 1991 und 1999 gab es in der Schweiz beziehungsweise in den USA lediglich ein negatives Börsenjahr. In diesen Boomjahren waren Optionsprogramme für Manager besonders attraktiv. Immer wieder kam die Kritik auf, dass damit zumindest ein Teil des Managements über-

mässig entschädigt werde und folglich die Kosten für den Aktionär enorm seien. Diese Kritik entstand, obwohl Aktionäre und Management Geld gewannen, also scheinbar kein Interessenkonflikt bestand. Es fragt sich jedoch, ob das eingangs beschriebene Gleichgewicht tatsächlich bestand beziehungsweise ob die Optionspläne effizient gestaltet wurden und die Manager somit nicht zu viel Geld verdienten.

Unerlässliche Kontrollmechanismen

In letzter Zeit hat diese Kritik etwas nachgelassen. Man hat den Eindruck erhalten, dass die Manager weniger fürstlich entschädigt und quasi günstig für die Aktionäre arbeiten würden. Einen Beleg hierfür scheint der Wertverlauf der kumulierten ausübaren und nicht ausübaren Mitarbeiteroptionen von Merck für fünf Mitglieder des Topmanagements zu liefern. Per Ende 2000 besaßen diese rund 7 Mio. Optionen im Wert von 335,5 Mio. \$, ein Jahr später waren sie noch 121,6 Mio. \$ wert (rund 8,1 Mio. Optionen). Während die Merck-Aktie um etwa ein Drittel sank, verlor die Option rund zwei Drittel ihres Wertes. Noch extremer ist das Beispiel von WorldCom: Ende 1999 besaßen vier Spitzenmanager rund 16,3 Mio. Optionen im Umfang von 498,4 Mio. \$; Ende 2000 lag der Wert noch bei 11,3 Mio. \$ (rund 17,3 Mio. Optionen). Im Gegensatz zu der WorldCom-Aktie, die um 73% nachgab, brachen die Optionen auf Grund des Hebeleffekts also um fast 98% ein.

Der Aktienpreis gibt mit jeder schlechten Unternehmensnachricht weiter nach, und der Optionswert erodiert überproportional. Fällt der Kurs unter den Ausübungspreis der Option, wird der Manager diese nicht ausüben. Die Befürchtung der Manager, Millionen von Dollars zu verlieren, kann sie daher bei anhaltend sinkenden Aktienmärkten dazu veranlassen, schlechte Nachrichten zu verschleiern und gesetzeswidrige Handlungen wie Bilanzfälschungen vorzuneh-

men. Dies wird zusätzlich verschärft, wenn ein Manager weiss, dass er das Unternehmen in absehbarer Zeit verlassen wird. Solche Handlungen können enorme Kosten für die Aktionäre verursachen. Um Manager von aktionärsschädigenden Handlungen abzuhalten, ist es zentral, über funktionierende Kontrollorgane zu verfügen, das Gleichgewicht zwischen Entscheidungskompetenz, Leistungsmessung und Entlohnung einzuhalten

und die Beteiligungsprogramme effizient auszugestalten. Optionspläne, die bei einer Verdoppelung des Aktienpreises das Grundsalar um ein Dutzendfaches übersteigen, erfüllen diese Voraussetzungen kaum.

* Pius Zraggen ist CEO der OLZ & Partners Asset and Liability Management AG in Murten.