

Hebestreit, Carsten

**Book**

## Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Unternehmenswert: Eine Analyse am Beispiel des actionnariat salarial in Frankreich

**Provided in Cooperation with:**

Rainer Hampp Verlag

*Suggested Citation:* Hebestreit, Carsten (2000) : Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Unternehmenswert: Eine Analyse am Beispiel des actionnariat salarial in Frankreich, ISBN 3-87988-492-7, Rainer Hampp Verlag, München und Mering

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/116923>

**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.*

Carsten Hebestreit

# Arbeitnehmer- Aktienbeteiligung und Unternehmenswert

Eine Analyse am Beispiel des  
*actionnariat salarial* in Frankreich

A 225950



Rainer Hampp Verlag

EIGENTUM  
DES  
INSTITUTS  
FÜR  
WELTWIRTSCHAFT  
KIEL

---

BIBLIOTHEK

# Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Unternehmenswert

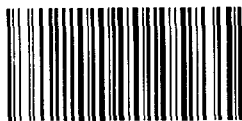


Carsten Hebestreit

# Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Unternehmenswert

Eine Analyse am Beispiel des  
*actionnariat salarial* in Frankreich

A 225950



Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

**Hebestreit, Carsten:**

Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Unternehmenswert : eine Analyse  
am Beispiel des actionnariat salarial in Frankreich / Carsten Hebestreit - München ;  
Mering : Hampp, 2000

Zugl.: Trier , Univ., Diss., 2000

ISBN 3-87988-492-7

*Liebe Leserinnen und Leser!*

*Wir wollen Ihnen ein gutes Buch liefern. Wenn Sie aus irgendwelchen  
Gründen nicht zufrieden sind, wenden Sie sich bitte an uns.*

∞ *Dieses Buch ist auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt.*

© 2000 Rainer Hampp Verlag München und Mering  
Meringerzeller Str. 16 D - 86415 Mering

[www.Rainer-Hampp-Verlag.de](http://www.Rainer-Hampp-Verlag.de)

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne schriftliche Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Mikroverfilmungen, Übersetzungen und die Einspeicherung in elektronische Systeme.

Die vorliegende Arbeit, die im April 2000 am Fachbereich IV der Universität Trier als Dissertation angenommen wurde, thematisiert die Beteiligung von Arbeitnehmern und Arbeitnehmerinnen am Kapital der arbeitgebenden Unternehmen und dem Wert dieser Unternehmen. Der Zusammenhang wird am Beispiel der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich dargestellt.

Mein Dank gilt zunächst der Universität Trier und insbesondere dem gesamten Fachbereich IV. Die als „einmalig“ zu bezeichnenden Möglichkeiten des integrierten Auslandsstudiums haben bereits frühzeitig das Fundament für diese Arbeit gelegt: Ich konnte nicht nur während meines Studiums ein Jahr an einer französischen Grande Ecole studieren, sondern nach meinem Examen auch an einem Master-Studiengang zu europäischen Arbeitswissenschaften in Belgien teilnehmen.

Prof. Dr. Wächter hat diese Arbeit betreut. Der Begriff „Doktorvater“ wird durch ihn allerdings mit neuem Sinn erfüllt: Es sind nicht nur die wertvollen und immer rechtzeitigen Fingerzeige bei meiner Forschung, sondern es ist insbesondere seine ehrliche menschliche Unterstützung, für die ich ihm herzlich danke. Gedankt sei auch Prof. Dr. Harges für das Erstellen des Zweitgutachtens und Herrn Prof. Dr. Milde für die Übernahme des Prüfungsausschuß-Vorsitzes.

Wem gilt darüber hinaus mein Dank: Meiner Schwester Dunja, Ekkehard und Bernhard für das Korrekturlesen der Arbeit. Ralf und Anke für die Freude und Energie, die sie mir gegeben haben und die mich nicht nur aus manchem „Dissertationstief“ herausgezogen hat. Und Christine, die mir geholfen hat, die zahlreichen Tücken der französischen Sprache zu meistern.

Und schließlich ist da meine Mutter. Den Versuch, zu beschreiben, was ich ihr alles zu verdanken habe, unterlasse ich tunlichst. Deshalb nur soviel: Ohne ihre Unterstützung in jeder Hinsicht wäre es zu dieser Arbeit niemals gekommen.

Ihr sei deshalb die vorliegende Dissertation gewidmet.





<b><u>Inhaltsverzeichnis</u></b>		<b>Seite</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>		11
<b>Abbildungsverzeichnis</b>		13
<b>1. Einleitung</b>		14
1.1.	<b>Ziel und Untersuchungsgegenstand der Arbeit</b>	15
1.2.	<b>Aufbau der Arbeit</b>	20
<b>2. Beitrag der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zur Steigerung des Unternehmenswertes</b>		21
<b>2.1. Steigerung des Unternehmenswertes als Bewertungskriterium</b>		21
2.1.1.	<i>Orientierung am ökonomischen Prinzip der Betriebswirtschaftslehre</i>	21
2.1.2.	<i>Der Begriff „Unternehmenswert“</i>	24
2.1.3.	<i>Anforderungen an eine Methode der Unternehmensbewertung</i>	27
<b>2.2. Methoden aus dem Rechnungs- und Prüfungswesen</b>		31
2.2.1.	<i>Externes betriebliches Rechnungswesen</i>	31
2.2.2.	<i>Traditionelle Methoden der Unternehmensbewertung</i>	34
2.2.3.	<i>Neuere Methoden der Unternehmensbewertung</i>	37
2.2.4.	<i>Zusammenfassung</i>	39
<b>2.3. Shareholder Value-Konzept</b>		41
2.3.1.	<i>Definition und praktische Relevanz</i>	41
2.3.2.	<i>Berechnung und Ableitung von Strategien</i>	45
2.3.3.	<i>Kritik am Shareholder Value-Konzept</i>	48
2.3.3.1.	<i>Kritik an den methodischen Grundlagen</i>	49
2.3.3.1.1.	<i>Annahme homogener Aktionärsinteressen</i>	49
2.3.3.1.2.	<i>Cash Flow als Berechnungsgrundlage</i>	55
2.3.3.2.	<i>Kritik an den normativen Grundlagen</i>	57
2.3.4.	<i>Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Shareholder Value</i>	62
2.3.4.1.	<i>Indirekte Wirkungen</i>	62
2.3.4.2.	<i>Direkte Wirkungen</i>	70
2.3.5.	<i>Zusammenfassung</i>	71

	Seite
<b>2.4. Stakeholder Value-Konzept</b>	75
2.4.1. <i>Definition und Begründung</i>	75
2.4.2. <i>Wertsteigerung</i>	79
2.4.3. <i>Abgrenzung gegenüber dem Shareholder Value-Konzept und Kritik</i>	80
2.4.4. <i>Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Stakeholder Value</i>	82
2.4.4.1. <i>Wertgeneratoren der Arbeitnehmer</i>	82
2.4.4.1.1. <i>Zielsystem</i>	82
2.4.4.1.2. <i>Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Wertgeneratoren</i>	85
2.4.4.2. <i>Wertgeneratoren weiterer Stakeholder</i>	94
2.4.4.2.1. <i>Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre</i>	94
2.4.4.2.2. <i>Kunden</i>	100
2.4.5. <i>Zusammenfassung</i>	103
<b>2.5. Zwischenfazit I</b>	104
<b>3. Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich</b>	107
<b>3.1. Rahmenbedingungen</b>	107
<b>3.2. Unternehmenskontrolle und Unternehmenswert</b>	111
<b>3.3. Beteiligung der Arbeitnehmer am Unternehmenskapital</b>	115
3.3.1. <i>Entwicklung</i>	115
3.3.2. <i>Unternehmensformen</i>	117
3.3.3. <i>Rechtsgrundlagen</i>	118
3.3.3.1. <i>Maßnahmen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung</i>	119
3.3.3.1.1. <i>Beteiligung am Unternehmenserfolg</i>	119
3.3.3.1.2. <i>Beteiligung am Unternehmensergebnis</i>	121
3.3.3.1.3. <i>Unternehmenssparplan</i>	123
3.3.3.2. <i>Maßnahmen mit direktem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung</i>	128
3.3.3.2.1. <i>Belegschaftsaktien-Plan</i>	128
3.3.3.2.2. <i>Aktienoptionsplan</i>	132
3.3.3.2.3. <i>Gratisaktien</i>	139
3.3.3.2.4. <i>Beteiligung im Zuge von Privatisierungsmaßnahmen</i>	139
3.3.3.2.5. <i>Übernahme eines Unternehmens durch die Belegschaft</i>	143
<b>3.4. Verbreitung</b>	146
3.4.1. <i>Maßnahmen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung</i>	147
3.4.2. <i>Maßnahmen mit direktem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung</i>	150
<b>3.5. Zwischenfazit II</b>	153

<b>4.</b>	<b>Synthese: Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Unternehmenswert in Frankreich</b>	<b>155</b>
<b>4.1.</b>	<b>Rechtstatsächliche Analyse und Auswertung empirischer Untersuchungen</b>	<b>155</b>
4.1.1.	Literaturbasis	155
4.1.2.	Analyse aus Sicht einer am Shareholder Value-Konzept orientierten Unternehmensführung	157
4.1.2.1.	Wertgenerator Steuern	157
4.1.2.2.	Wertgeneratoren Kapitalkosten und (Des-)Investitionen	158
4.1.2.3.	Wertgeneratoren Umsatzwachstum und Umsatzrentabilität	163
4.1.3.	Analyse aus Sicht der Stakeholder	165
4.1.3.1.	Arbeitnehmer	166
4.1.3.1.1.	Wertgenerator Einkommen	166
4.1.3.1.2.	Wertgenerator Arbeitsplatzsicherheit	169
4.1.3.1.3.	Wertgenerator Arbeitsbedingungen	170
4.1.3.1.4.	Wertgenerator Arbeitszufriedenheit	171
4.1.3.2.	Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre	173
4.1.3.2.1.	Wertgenerator Gewinn	174
4.1.3.2.2.	Wertgenerator Einfluß und Kontrolle	176
4.1.3.3.	Kunden	178
4.1.3.3.1.	Wertgenerator Preiswürdigkeit	178
4.1.3.3.2.	Wertgenerator Qualität der Beziehung	178
<b>4.2.</b>	<b>Die eigene Untersuchung</b>	<b>180</b>
4.2.1.	Société Générale	181
4.2.1.1.	Präsentation des Unternehmens	181
4.2.1.2.	Konstruktion der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung	182
4.2.1.3.	Wirkungen	183
4.2.1.3.1.	Analyse aus Sicht einer am Shareholder Value-Konzept orientierten Unternehmensführung	184
4.2.1.3.2.	Analyse aus Sicht der Stakeholder	187
4.2.1.4.	Exkurs: Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als Abwehrinstrument	192
4.2.2.	Unternehmen B	195
4.2.2.1.	Präsentation des Unternehmens	195
4.2.2.2.	Konstruktion der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung	196
4.2.2.3.	Wirkungen	198
4.2.2.3.1.	Analyse aus Sicht einer am Shareholder Value-Konzept orientierten Unternehmensführung	199
4.2.2.3.2.	Analyse aus Sicht der Stakeholder	200
<b>4.3.</b>	<b>Zwischenfazit III</b>	<b>204</b>

	<i>Seite</i>
<b>5.       Schlußbetrachtung</b>	<b>208</b>
<b>5.1.     <i>Zusammenfassung der Ergebnisse</i></b>	<b>208</b>
<b>5.2.     <i>Ausblick</i></b>	<b>212</b>
<b>Anhang</b>	<b>214</b>
<b>Quellenverzeichnis</b>	<b>255</b>

## Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
AG	Aktiengesellschaft
AGF	Assurance Générale de France
Assact-SG	Association des actionnaires salariés Société Générale
Aufl.	Auflage
BASF	Badische Anilin- und Soda-Fabrik
Bearb.	Bearbeiter
BNP	Banque Nationale de Paris
CAC	Cotation assistée en continue
CFTC	Confédération française des travailleurs chrétiens
CGT	Confédération générale du travail
CNP	Caisse nationale de prévoyance
COB	Commission des opérations de bourse
DCF	Discounted Cash Flow
DIN	Deutsches Institut für Normung e.V.
Diss.	Dissertation
EDF	Electricité de France
EFQM	European Foundation for Quality Management
ENA	Ecole nationale d'administration
EnBW	Energie Baden Württemberg
EOI	Employee Ownership Index
ESOP	Employee Stock Ownership Plan
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	folgende (Seite/Spalte)
FCP	Fonds commun de placement
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise
FF	Französische Francs
ff.	folgende (Seiten/Spalten)
FT-SE	Financial Times-Stock Exchange Index
GAS	Groupe d'actionnaires stables
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GRH	Gestion des ressources humaines
HGB	Handelsgesetzbuch
HRM	Human Resource Management
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standards
IAS-Index	Indice de l'actionariat salarié
ISO	International Organization for Standardization

Jg.	Jahrgang
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
o.Jg.	ohne Jahrgang
OECD	Organization for Economic Co-Operation and Development
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PDG	Président-Directeur-Général
PEE	Plans d'épargne entreprise
PEPPER	Promotion of participation by employed persons in profits and enterprise results
RES	Reprise de l'entreprise par les salariés
RSP	Réserve spécial de participation
S.	Seite
SA	Société anonyme
SARL	Société à responsabilité limitée
SAS	Société par action simplifiée
SGAM	Société Générale Asset Management
SICAV	Sociétés d'investissement à capital variable
Sp.	Spalte
SPB	Société Générale Paribas Banque Nationale de Paris
UK	United Kingdom
USA	United States of America
US-GAAP	US-Generally Accepted Accounting Principles
WISO	Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Zfbf	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung

## **Abbildungsverzeichnis**

**Seite**

<b><u>Abbildung 1:</u></b> Ziele der betrieblichen Vermögensbildung	29
<b><u>Abbildung 2:</u></b> Unternehmensstrategien am Beispiel des Nutzenpotentials ‚Mitarbeiter‘	48
<b><u>Abbildung 3:</u></b> Anteil der Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) bei den am stärksten Shareholder Value-orientierten deutschen Unternehmen im Verhältnis zum Gesamtumsatz	60
<b><u>Abbildung 4:</u></b> Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als Nutzenpotential	62
<b><u>Abbildung 5:</u></b> Unternehmenswertgenerierung nach dem Stakeholder Value-Konzept	79
<b><u>Abbildung 6:</u></b> Zielsystem der Arbeitnehmer nach Seiwert	83
<b><u>Abbildung 7:</u></b> Zielsystem der Arbeitnehmer nach Janisch	84
<b><u>Abbildung 8:</u></b> Anlageformen der Unternehmenssparpläne	149
<b><u>Abbildung 9:</u></b> Zusammensetzung der betrieblichen Investmentfonds	149
<b><u>Abbildung 10:</u></b> Ziele und festgestellte Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bei der Société Générale	183
<b><u>Abbildung 11:</u></b> Ziele und festgestellte Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bei dem Unternehmen B	198



## 1. Einleitung

„Unternehmerisch denkende Angestellte sind der entscheidende Wettbewerbsfaktor ... . Plakativ ausgedrückt: Bill Gates Milliarden wären ohne die zahlreichen und heute millionenschweren Gefolgsleute nicht denkbar. Und wenn Mitarbeiter und Management gleichermaßen als Eigentümer an einem Strang ziehen, dann steigt auch für alle übrigen Aktionäre und Investoren die Wahrscheinlichkeit, daß aus Motivation Rendite wird.“<sup>1</sup>

Mit diesem Verkaufsargument wirbt die ABN AMRO-Bank in ihrem Emissionsprospekt für Anteilsscheine auf ihren „Europäischen Mitarbeiter-Beteiligungs-Index“ – ein Index, dessen Portefeuille sich ausschließlich aus solchen europäischen Unternehmen zusammensetzt, die ihre Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer<sup>2</sup> am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens beteiligen. Vergleichbare Indizes sind auch in den USA, Großbritannien und Frankreich vorhanden.<sup>3</sup> Worin liegt die Gemeinsamkeit dieser Indizes? Gemeinsam ist ihnen, daß sie sich gegenüber den wichtigsten Börsenindizes der jeweiligen Länder (Dow Jones, FT-SE und CAC 40<sup>4</sup>) durch eine bessere Performance auszeichnen (vgl. hierzu Anhang I)

Welche Schlüsse lassen sich hieraus für die Investition in Anteile eines Unternehmens ziehen, das seine Arbeitnehmer am Kapital beteiligt? Weshalb „steigt auch für alle übrigen Aktionäre und Investoren die Wahrscheinlichkeit, daß aus Motivation Rendite wird“? Ist diese Beteiligung der Arbeitnehmer lediglich ein gemeinsames Merkmal von Unternehmen mit einer überdurchschnittlichen Börsenperformance oder besteht tatsächlich ein kausaler Wirkungszusammenhang zwischen dieser Beteiligung und dem Wert des Unternehmens?

---

<sup>1</sup> ABN AMRO: Emissionsprospekt „Der europäische ‚Mitarbeiter-Beteiligungs-Index‘“, Frankfurt (ohne Jahresangabe), S.2.

<sup>2</sup> Zum Zweck der besseren Lesbarkeit wird im Folgenden für die Benennung der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer eines Unternehmens ausschließlich die männliche Form verwendet.

<sup>3</sup> In den USA und Großbritannien handelt es sich um den EOI („Employee Ownership Index“), in Frankreich um den IAS („Indice de l’Actionariat Salarié“). Vgl. ABN AMRO: Emissionsprospekt „Der europäische ‚Mitarbeiter-Beteiligungs-Index‘“, Frankfurt (ohne Jahresangabe), S.2. und <http://www.associes-finances.com/IAS.htm>, aufgerufen am 25. Oktober 1999.

<sup>4</sup> FT-SE = Financial Times-Stock Exchange Index, CAC 40 = Cotation assistée en continue (fortlaufende Computermotierung von Börsenkursen)

## 1.1. Ziel und Untersuchungsgegenstand der Arbeit

In der bisherigen Forschung zur Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens hat – ganz im Gegensatz zur Beteiligung des Managements beispielsweise in Form von Aktienoptionen<sup>5</sup> - die Verknüpfung mit dem Unternehmenswert bislang keine ausreichende Rezeption gefunden. Über das Stadium von Vermutungen, wonach „die Wertorientierung bei großen Publikumsgesellschaften möglicherweise auch zu einer Renaissance der Belegschaftsaktien“<sup>6</sup> beitrage, sind die bisherigen Veröffentlichungen noch nicht hinausgewachsen. Der Anspruch an die vorliegende Arbeit besteht deshalb darin, einen klärenden Beitrag zur Frage zu leisten, ob zwischen der Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens und dem Wert des Unternehmens ein Wirkungszusammenhang besteht und – falls ja - welcher Art dieser ist. Dies soll am Beispiel des „*actionariat salarial*“ in Frankreich dargestellt werden.

Die Arbeit verknüpft also die folgenden drei Aspekte:

1. Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens
2. Den Unternehmenswert
3. Das Beispiel Frankreich.

Zu 1.: Die Arbeit konzentriert sich vorrangig auf die Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens – somit jener Beschäftigten, die „abhängige Arbeit verrichten, sich also durch einen Dienstvertrag zur Arbeitsleistung für einen anderen verpflichtet haben.“<sup>7</sup> Der Wirkungszusammenhang zwischen einer Kapitalbeteiligung des Managements und dem Wert eines Unternehmens, der in der vorhandenen Literatur insbesondere vor dem Hintergrund des Agency-Problems<sup>8</sup> bereits intensiv diskutiert wurde<sup>9</sup>, sei hier nicht zentraler Gegenstand der Betrachtung. Ob die Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer einen Beitrag zur Lösung

---

<sup>5</sup> Vgl. beispielhaft für zahlreiche Veröffentlichungen in der deutschsprachigen Literatur von Rosen, Rüdiger: Aktienoptionen für Führungskräfte, in: Clermont, Alois; Schmeisser, Wilhelm (Hrsg.): Betriebliche Personal- und Sozialpolitik, München 1998, S. 341-351 und Becker, Fred G.: Erfolgs- und leistungsbezogene strategisch-orientierte Anreizsysteme, in: Marktforschung & Management – Zeitschrift für marktorientierte Unternehmenspolitik, 41. Jg. (1997), S. 112-119.

<sup>6</sup> Brune, Jens W.: Der Shareholder Value Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, Diss. Köln 1995, S. 312.

<sup>7</sup> Schwinn, Rolf: Betriebswirtschaftslehre, München/Wien 1993, S. 46.

<sup>8</sup> Bei vertraglichen Beziehungen – beispielsweise zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer - besitzt der Agent oftmals einen Qualifikations- und Informationsvorsprung, den er im Interesse des Prinzipals nutzen sollte. Wenn sein Interesse jedoch von dem des Prinzipals abweicht, wird er die ihm eingeräumten Freiräume in seinem Interesse nutzen. Nach der Agency-Theorie ist deshalb ein institutioneller Rahmen zu schaffen, damit die durch diesen Konflikt entstehenden Wohlfahrtsverluste minimiert werden können. Vgl. Franke, Günter: Agency-Theorie, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1 A-H, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 39.

<sup>9</sup> Vgl. stellvertretend für viele Winter, Stefan: Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung zfbf, 50. Jg. (1998), Nr. 12, S. 1120-1142.

dieses Problems zu leisten vermag, ist umstritten. Denn im Gegensatz zu den Angehörigen des Managements zeichnen sich die Arbeitsverträge der Arbeitnehmer durch eine exaktere Spezifikation aus, so daß die eingeräumten Freiheiten ohnehin wesentlich geringer sind. *Bhagat/Brickley/Lease* beispielsweise weisen der Beteiligung dennoch durchaus eine – wenn auch als „more general“<sup>10</sup> charakterisierte – entsprechende Funktion zu. Andere Autoren hingegen vertreten die Ansicht, daß diese Beteiligung eine derartige Wirkung verfehle, da der Ertrag einer individuellen Mehrleistung ohnehin auf alle Arbeitnehmer verteilt werde.<sup>11</sup> Die mögliche Wirkungsvielfalt einer Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer geht aber – wie zu zeigen sein wird – nicht zuletzt aufgrund des zahlenmäßig wesentlich größeren Begünstigtenkreises weit über einen Beitrag zur Lösung eines Agency-Problems hinaus.

Eine weitere Einschränkung sei hinsichtlich der bilanziellen Zuordnung des Kapitals vorgenommen: Die Arbeit berücksichtigt ausschließlich Beteiligungen am Eigenkapital des arbeitgebenden Unternehmens, Fremdkapitalbeteiligungen bleiben unberücksichtigt. Denn während die Arbeitnehmer durch eine Beteiligung am Fremdkapital (beispielsweise in Form von Darlehen oder Schuldverschreibungen<sup>12</sup>) „lediglich über Vermögensrechte verfügen“<sup>13</sup>, führt die Beteiligung am Eigenkapital dazu, daß die Arbeitnehmer „eng mit der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens verbunden sind“<sup>14</sup>: Einerseits gibt es keine Garantie für eine Rückzahlung der Anteile, die Anlage ist also mit einem höheren Risiko als die Fremdkapitalbeteiligung behaftet. Andererseits partizipieren die Arbeitnehmer am Gewinn des Unternehmens und haben somit auch die Chance, „an der positiven Entwicklung der Substanz des Unternehmens“<sup>15</sup> teilzuhaben. Eine weitere Begründung für die ausschließliche Betrachtung einer Beteiligung der Arbeitnehmer am Eigenkapital des arbeitgebenden Unternehmens – nach *Schanz* „kann man der Ansicht sein, daß erst in diesem Fall von einer ‚echten‘ Mitarbeiterbeteiligung gesprochen werden sollte“<sup>16</sup> – liegt darin, daß ihr im Vergleich zur Beteiligung am Fremdkapital in Deutschland eine wesentlich größere Bedeutung zukommt.<sup>17</sup>

Schließlich wird in dieser Arbeit nur die Beteiligung an Aktiengesellschaften Gegenstand der Betrachtung sein – Eigenkapitalbeteiligungen im Zuge des Erwerbs von

---

<sup>10</sup> Bhagat, Sanjai; Brickley, James A.; Lease, Ronald C.: Incentive Effects of Stock Purchase Plans, in: *Journal of Financial Economics*, 14. Jg. (1985), S. 209.

<sup>11</sup> Vgl. insbesondere Jensen, Michael; Meckling, William: Rights and Production Functions: An Application to Labour-Managed Firms and Codetermination, in: *Journal of Business*, 52 Jg. (1979), Nr. 4, S. 481ff. Die dortige Argumentation wird im weiteren Verlauf der Arbeit genauer dargestellt.

<sup>12</sup> Vgl. zu den Beteiligungsformen mit Fremdkapitalcharakter beispielsweise Schneider, Hans J.: Einführung in die Mitarbeiter-Beteiligung, in: Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J. (Hrsg.): *Mitarbeiterbeteiligung MAB. Handbuch für die Praxis*, Neuwied 1987, Zahlenregister 3100, Seite 15ff.

<sup>13</sup> Schanz, Günther: *Mitarbeiterbeteiligung: Grundlagen – Befunde – Modelle*, München 1985, S. 85.

<sup>14</sup> Ebenda, S. 85.

<sup>15</sup> Ebenda, S. 85.

<sup>16</sup> Ebenda, S. 85. Anführungszeichen im Original.

<sup>17</sup> Vgl. Ebenda, S. 107.

GmbH-Geschäftsanteilen oder Geschäftsguthaben an einer Genossenschaft bleiben ausgeklammert, da ihnen in der betrieblichen Praxis eine wesentlich geringere Relevanz zukommt. In dieser Arbeit sei deshalb für die Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens vornehmlich der Begriff „Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung“ verwendet, definiert als die Beteiligung von abhängig Beschäftigten am Eigenkapital einer Aktiengesellschaft.

**Zu 2.:** Der Unternehmenswert – ein noch ausführlich zu problematisierender Begriff - wird in dieser Arbeit als Kriterium für die Beurteilung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung gewählt, da zahlreiche deutsche Großunternehmen gerade dem Unternehmenswert und seiner Maximierung eine herausragende Bedeutung zuweisen. Beispielsweise wird im Geschäftsbericht 1996/97 der Thyssen AG die Steigerung des Unternehmenswertes als die „höchste strategische Priorität“ bezeichnet, im Geschäftsbericht 1997 der Daimler Benz AG wird formuliert „Unser oberstes Ziel ist es, den Unternehmenswert dauerhaft und nachhaltig zu steigern“ und der Bericht über das Geschäftsjahr 1997 der VIAG AG beginnt gar mit dem Satz „Primäres Ziel des unternehmerischen Handelns der VIAG ist die Steigerung des Unternehmenswertes“.<sup>18</sup> Ist jedoch die Steigerung des Unternehmenswertes die Maxime der Unternehmensführung, dann sollte nach Ansicht des Verfassers der Arbeit daraus auch folgen, daß sämtliche Maßnahmen - also auch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung - dahingehend zu überprüfen sind, ob sie diesem Ziel dienlich sind.

**Zu 3.:** Aus folgenden Erwägungen wird in dieser Arbeit der Focus auf die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich gerichtet:

1. Zunächst ist festzustellen, daß diese Beteiligung in Frankreich eine vergleichsweise lange Tradition hat. Denn während dort bereits 1848 durch die Nationalversammlung ein erstes Gesetz zur staatlichen Förderung der Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer erlassen wurde<sup>19</sup>, begann beispielsweise in Großbritannien erst 1978 „die heute noch geltende, umfangreiche Gesetzgebung zur Förderung von Kapitalbeteiligungen“<sup>20</sup>. In Deutschland ist gar „bis heute kein eigens auf die Kapitalbeteiligung zugeschnittenes Gesetz“<sup>21</sup> vorhanden: Die staatliche Förderung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ruht hierzulande auf zwei Säulen: Einerseits auf dem „Gesetz zur Förderung der Vermögensbildung“ (VermBG), andererseits auf dem §19a des Einkommensteuergesetzes (EStG). Das VermBG diente ursprünglich der Geldvermögensbildung und wurde erst 1983 durch das 1. Vermögensbeteiligungsgesetz „stärker auf die Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des Unternehmens

---

<sup>18</sup> Thyssen Aktiengesellschaft: Geschäftsbericht 1996/97, Duisburg 1998, S. 7; Daimler Benz Aktiengesellschaft: Geschäftsjahr 1997, Stuttgart 1998, S. 3; VIAG Aktiengesellschaft: Das Geschäftsjahr 1997, München 1998, S. 3.

<sup>19</sup> Vgl. Schutz, Pia: Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivkapital und deren staatliche Förderung in der Bundesrepublik Deutschland, Frankreich und Großbritannien, Diss. Bonn 1993, S. 48, Fußnote 80.

<sup>20</sup> Ebenda, S. 109.

<sup>21</sup> Ebenda, S. 14.

abgestellt<sup>22</sup>. Inzwischen gilt in Deutschland das 3. Vermögensbeteiligungsgesetz, das nach *Schneider* einen neuerlichen Versuch des Gesetzgebers darstellt, „die Beteiligung am Produktivkapital attraktiver zu machen.“<sup>23</sup>

Im Gegensatz zum VermBG werden durch das EstG keine Geldleistungen des Arbeitgebers in Form von Barausschüttungen gefördert, sondern ausschließlich investive Vermögensbeteiligungen des Arbeitnehmers.<sup>24</sup>

Die staatliche Unterstützung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich übersteigt den Förderrahmen hierzulande um ein Vielfaches. Dies mag auch ein Grund dafür sein, daß trotz einer zunehmenden Popularität der Aktienanlage die Anzahl der Belegschaftsaktionäre in Deutschland abnimmt<sup>25</sup>, in Frankreich aber zunimmt. Der PEPPER II-Bericht der Europäischen Kommission über die finanzielle Beteiligung der Arbeitnehmer in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union kommt zu dem Ergebnis, daß in Frankreich derartige Beteiligungsmodelle am weitesten verbreitet sind.<sup>26</sup> Die PEPPER-Berichte sind Ergebnis eines von der EU-Kommission geförderten Forschungsvorhabens am Europäischen Hochschulinstitut in Florenz. Es wurde speziell mit dem Ziel durchgeführt, einen Überblick über den Stand der finanziellen Beteiligung der Arbeitnehmer in den Mitgliedsländern der Europäischen

<sup>22</sup> Lecheler, Helmut: Die rechtlichen Voraussetzungen für eine Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivkapital, in: Kirchenamt der Evangelischen Kirche in Deutschland; Sekretariat der Deutschen Bischofskonferenz (Hrsg.): Beteiligung am Produktivvermögen, Hannover/Bonn 1993, S. 260.

<sup>23</sup> Schneider, Hans J.: Neue Chancen für die Mitarbeiterbeteiligung, in: Personal, 50. Jg. (1998), Nr. 9, S. 462. Die Förderung der Vermögensbildung erfolgt über eine Sparrzulage, deren Gewährung sich an Höchstgrenzen des zu versteuernden Einkommens - 35.000 DM für Ledige, 70.000 DM für gemeinsam veranlagte Ehegatten - orientiert. Der Förderrahmen wurde durch das neue Vermögensbildungsgesetz von 936,- DM auf 1.736,- DM erhöht. Dieser Betrag setzt sich aus zwei Förderungsarten zusammen: Einerseits die Anlage von vermögenswirksamen Leistungen insbesondere in Form von Bausparen, Sparverträgen und Lebensversicherungen, die mit einer Sparrzulage von 10% bei einem maximalen Anlagevolumen von 936,- DM unterstützt wird. Andererseits eine Anlage in betrieblichen oder außerbetrieblichen Beteiligungen in Höhe von maximal 800,- DM, die mit einer Sparrzulage von 20% - in Ostdeutschland 25% - unterstützt wird. Die Sparrzulage wird dann gewährt, wenn eine Sperrfrist von 6 Jahren eingehalten wird. Vgl. Ebenda, S. 462f.

<sup>24</sup> Die Regelungen des § 19a des EstG sehen vor, daß Zuwendungen des Arbeitgebers für eine Beteiligung des Arbeitnehmers am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens bis zu einer Höhe von 300,- DM jährlich von Lohnsteuern und Sozialabgaben befreit sind. Die Förderungshöhe betrug bereits 1984 bei Einführung des Gesetzes 300,- DM pro Jahr, wurde dann 1987 auf 500,- DM angehoben und 1994 wieder auf die ursprüngliche Höhe reduziert. Im Gegensatz zu den Regelungen des VermBG unterliegt die Förderung nach dem EstG jedoch keinen Einkommenshöchstgrenzen. Die Förderung setzt darüber hinaus das Einhalten einer sechsjährigen Sperrfrist voraus. Vgl. Kötter, Paul M.; Schleiter, André: Andere Formen der Mittelaufbringung, in: Bertelsmann Stiftung; Prognos GmbH (Hrsg.): Mitarbeiter am Kapital beteiligen. Leitfaden für die Praxis, Gütersloh 1997, S. 55 und Schneider, Hans J.: Neue Chancen für die Mitarbeiterbeteiligung, a.a.O., S. 460.

<sup>25</sup> Vgl. Heigl, Christian; Scholand, Markus: Innovative Konzepte in deutschen Aktiengesellschaften, in: Personalwirtschaft, 26. Jg. (1999), Nr. 1, S. 28.

<sup>26</sup> Vgl. Commission of the European Union (Hrsg.): Report from the Commission. PEPPER II. Promotion of participation by employed persons in profits and enterprise results (including equity participation) in Member States 1996, Brüssel, 8. Januar 1997, S. 17.

Union zu gewinnen. Die Berichte stehen im Zusammenhang mit einer Aufforderung des Europäischen Rates an die Mitgliedsstaaten, die Kapital- und Ergebnisbeteiligung der Arbeitnehmer weiter voranzutreiben. In einem entsprechenden Vorschlag des Rates wird von der Notwendigkeit gesprochen, „Möglichkeiten der Entwicklung transnationaler Systeme ... zu studieren.“<sup>27</sup> Auch vor diesem Hintergrund scheint eine Beschäftigung mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich geboten.

2. Die Auseinandersetzung gerade mit Frankreich entspricht der Bedeutung, die diesem Land für die wirtschaftlichen Außenbeziehungen Deutschlands zukommt: Einerseits stellen beide Länder für einander die jeweils wichtigsten Außenhandelspartner dar – werden doch ungefähr 11% des gesamten Außenhandels der beiden Länder mit dem jeweiligen Nachbarn abgewickelt.<sup>28</sup> Andererseits lassen auch die zahlreichen Zusammenschlüsse und Übernahmen zwischen Unternehmen beider Länder<sup>29</sup> es notwendig erscheinen, sich fundierter mit dem „Innenleben“ französischer Unternehmen auseinanderzusetzen. So beschloß beispielsweise die Schering AG Ende 1999, in 12 europäischen Ländern – auch in Frankreich - eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung einzuführen.<sup>30</sup> Eine genaue Kenntnis der landespezifischen Rahmenbedingungen ist jedoch eine Voraussetzung, um ein solches Vorhaben realisieren zu können.

3. Schließlich ist nach Einschätzung des Verfassers dieser Arbeit in bezug auf Frankreich bislang ein wirtschaftswissenschaftliches Forschungsdefizit zu beklagen. Die bisherigen Untersuchungen konzentrieren sich stark auf kulturvergleichende Aspekte und auf das Thema der Arbeitsbeziehungen. Dies mag seine Begründung darin finden, daß in beiden Bereichen trotz der räumlichen Nähe der Länder erhebliche Unterschiede feststellbar sind. Die Vernachlässigung weiterer Gesichtspunkte – eventuell ist sie auch auf sprachliche Barrieren zurückführbar – wird jedoch nicht der tatsächlichen Bedeutung Frankreichs, wie sie im vorangegangenen Punkt dargestellt wurde, gerecht.

---

<sup>27</sup> Bundesrat: Drucksache 645/91. Vorschlag für eine Empfehlung des Rates zur Förderung der Beteiligung der Arbeitnehmer an Gewinn- und Betriebsergebnissen (einschließlich Kapitalbeteiligung), Unterrichtung durch die Bundesregierung. Vorschlag für eine Empfehlung des Rates zur Förderung der Beteiligung der Arbeitnehmer an Gewinn- und Betriebsergebnissen (einschließlich Kapitalbeteiligung), Kom (91) 259 endg.; Ratsdok. 7623/91, Bonn, 29.10.1991, S. 29.

<sup>28</sup> Vgl. von Baratta, Mario (Hrsg.): Der Fischer Weltatmanach 2000, Frankfurt 1999, S. 1223.

<sup>29</sup> Als Beispiele sind hier die 1998 erfolgte Übernahme des französischen Versicherungsunternehmens *Assurance Générale de France (AGF)* durch die *Allianz*, der Zusammenschluß von *Hoechst* und *Rhône-Poulenc* zum Pharmaunternehmen *Aventis* im Jahre 1999 und die Ende 1999 erfolgte Entscheidung der Baden-Württembergischen Landesregierung, ausschließlich mit der *Electricité de France (EDF)* über den Verkauf von Landesanteilen an dem Energieunternehmen *Energie Baden Württemberg (EnBW)* zu verhandeln, zu nennen.

<sup>30</sup> Vgl. o.V.: Belegschaftsaktien in ganz Europa, in: *Süddeutsche Zeitung*, 55. Jg. (1999), Nr. 277, 30. November 1999, S. 31.

## 1.2. Aufbau der Arbeit

Im zweiten Kapitel werden verschiedene Methoden und Instrumente der Ermittlung des Unternehmenswertes diskutiert und auf ihre Eignung überprüft, einen etwaigen Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Wert des Unternehmens abzubilden. Im Anschluß daran werden auf der Grundlage theoretischer Erkenntnisse und empirischer Befunde Wirkungszusammenhänge zunächst in allgemeiner Form diskutiert.

Das dritte Kapitel dient neben der kurzen Darstellung eines allgemeinen landesspezifischen Kontextes insbesondere der aktuellen Schilderung der Rechtsgrundlagen der verschiedenen Formen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich. Schließlich wird die Verbreitung der unterschiedlichen Beteiligungsformen dokumentiert.

Im vierten Kapitel erfolgt in Form einer Synthese die Anwendung der Ergebnisse des zweiten Kapitels auf die im dritten Kapitel dargestellte Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich. Welcher Zusammenhang läßt sich an diesem konkreten Beispiel zwischen der Beteiligung und dem Unternehmenswert feststellen?

Hierfür werden - einem „Sieb“ vergleichbar - drei aufeinanderfolgende Analyseschritte vorgenommen: Eine Auswertung der gesetzlichen Rahmenbedingungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich, eine Aufbereitung vorhandener empirischer Studien und schließlich die Darstellung der Ergebnisse der eigenen Untersuchung bei zwei französischen Unternehmen. Diese Analyseschritte werden der Generierung von Hypothesen dienen.

In dieser Arbeit wird also der Weg der empirisch-quantitativen und empirisch-qualitativen Exploration gewählt.<sup>31</sup> Der Vorteil der ersten Explorationsstrategie besteht darin, „bislang unberücksichtigte bzw. unentdeckte Muster und Regelläufigkeiten in Meßwerten sichtbar zu machen“<sup>32</sup>. Die zweite Strategie trägt dazu bei, „bislang vernachlässigte Phänomene, Wirkungszusammenhänge, Verläufe etc. erkennbar zu machen“.<sup>33</sup> Diese Vorgehensweise scheint für die vorliegende Arbeit geeignet, weil der hier überprüfte Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Wert eines Unternehmens in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur bislang nicht Gegenstand von detaillierten Reflexionen war. Gleichzeitig können die neugewonnenen Hypothesen die Ausgangsbasis für künftige Forschungen zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung darstellen.

---

<sup>31</sup> Vgl. zu diesen beiden Explorationsstrategien Bortz, Jürgen; Döring, Nicola: Forschungsmethoden und Evaluation, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York 1995, S. 345ff. und 357ff.

<sup>32</sup> Ebenda, S. 346.

<sup>33</sup> Ebenda, S. 345ff. und 357.

## **2. Beitrag der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zur Steigerung des Unternehmenswertes**

In diesem Kapitel wird ein Instrumentarium zur Überprüfung der betriebswirtschaftlichen Effizienz<sup>34</sup> der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung entwickelt. Ausgangspunkt ist der Zusammenhang zwischen dieser Beteiligungsform und der Zielsetzung, den Wert des Unternehmens zu steigern. Nachdem das betriebliche Zielsystem und der Beitrag, den das Personalmanagement zur Zielerreichung leisten kann, behandelt wurde, werden drei Methoden der Unternehmensbewertung dargestellt: Klassische sowie neuere Ansätze des betrieblichen Rechnungs- und Prüfungswesens, das Shareholder Value-Konzept und das Stakeholder Value-Konzept. Hiermit werden folgende Intentionen verbunden:

1. Es wird überprüft, in welchem Maße die genannten Methoden der Unternehmensbewertung jeweils geeignet sind, die Auswirkungen, die einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zugeschrieben werden, auch tatsächlich abzubilden.
2. Sofern die Auswirkungen dieser Beteiligungsform nach den Kriterien der jeweils dargestellten Methode erfaßbar sind, werden sie zu bewerten versucht. Sind sie funktional oder disfunktional im Sinne des jeweiligen Verständnisses von dem Ziel 'Steigerung des Unternehmenswertes'? Von welchen Bedingungen ist dies abhängig?

### **2.1. Steigerung des Unternehmenswertes als Bewertungskriterium**

#### **2.1.1. Orientierung am ökonomischen Prinzip der Betriebswirtschaftslehre**

In der vorliegenden Arbeit soll die Effizienz der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung am Ziel „Steigerung des Unternehmenswertes“ gemessen werden. Der Begriff „Ziel“ sei als „erwünschte, zu erreichende Situation“<sup>35</sup> definiert.

Insbesondere vor dem Hintergrund einer innerhalb der Personalwirtschaftslehre geführten Diskussion um die Legitimation und ökonomische Ausrichtung der Disziplin<sup>36</sup> muß dieses Ziel erläutert werden. Weshalb für eine personalwissenschaftliche Arbeit, deren Forschungskontext selbst nach Ansicht einiger Vertreter des eigenen

---

<sup>34</sup> Der Begriff „Effizienz“ sei in dieser Arbeit als „Verhältnisgröße“ im Sinne einer Mittel-Zweck-Beziehung definiert, „mit deren Hilfe sich Aussagen über den relativen Zielbeitrag von Maßnahmen tätigen lassen“. Vgl. hierzu sowie zu weiteren Definitionsmöglichkeiten des Begriffs Ahn, Heinz; Dyckhoff, Harald: Organisatorische Effektivität und Effizienz, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 26. Jg. (1997), Nr. 1, S. 2.

<sup>35</sup> Schmidt, Ralf-Bodo: Zielsysteme der Unternehmung, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4794.

<sup>36</sup> Siehe hierzu beispielsweise Weibler, Jürgen: Ökonomische vs. verhaltenswissenschaftliche Ausrichtung der Personalwirtschaftslehre - Eine notwendige Kontroverse?, in: Die Betriebswirtschaft, 56. Jg. (1996), Nr. 5, S. 649-665 und Scherm, Ewald: Braucht die Personalwirtschaftslehre mehr Ökonomie?, in: Personal, 50. Jg. (1998), Nr. 9, S. 450-454.



Faches zumindest in Deutschland „nicht als ökonomische Disziplin betrieben“<sup>37</sup> wird, das in der amerikanischen Literatur als „the proper test of performance“<sup>38</sup> bezeichnete Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes als Kriterium für die Beurteilung einer Maßnahme im Personalbereich herangezogen wird, soll deshalb im folgenden begründet werden.

Der Begriff „Ökonomie“ wird jedoch in der Literatur zu der hier kurz beschriebenen Diskussion um die Ausrichtung der Personalwirtschaftslehre oftmals mißverständlich oder gar falsch verwendet - denn „Ökonomie“ beschreibt in seiner ursprünglich griechischen Bedeutung zunächst lediglich Aspekte wie „das Besorgen von Haus und Hof, aber auch das Führen von Kriegen zur gezielten Bereicherung“<sup>39</sup>. Auch der Begriff des „ökonomischen Prinzips“ macht keine Aussagen über die Motive oder Zielsetzungen des wirtschaftlichen Handelns - so kann ein Unternehmer auch dann nach dem ökonomischen Prinzip handeln, wenn sein Ziel darin besteht, „die Güterversorgung der Allgemeinheit zu verbessern“<sup>40</sup>. Lediglich in der engen Auslegung der Betriebswirtschaftslehre bilden Begriffe wie Wirtschaftlichkeit, Rentabilität und Produktivität konkrete mit dem Begriff der Ökonomie verbundene Erfolgsrelationen.<sup>41</sup> Offensichtlich sind diese Begrifflichkeiten gemeint, wenn die Frage nach der „Ökonomisierung der Personalwirtschaftslehre“<sup>42</sup> thematisiert wird. Analysiert man die deutschsprachigen wissenschaftlichen Publikationen zur Beteiligung der Arbeitnehmer am Unternehmenskapital aus dem Bereich der Personalwirtschaft, so prädoppiert jedoch eine eher verhaltenswissenschaftlich orientierte Betrachtungsweise ohne eindeutigen Bezug zu diesen ökonomischen Erfolgsrelationen. Dies fällt sowohl beim Vergleich mit jenen deutschsprachigen Veröffentlichungen auf, die die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung aus finanzwirtschaftlicher Sicht durchaus in einen direkten Bezug zum Erfolg des Unternehmens setzen<sup>43</sup>, als auch beim Vergleich mit Veröffentlichungen beispielsweise in den USA<sup>44</sup>.

Dem Verfasser erscheint es als Versäumnis, daß keiner der der personalwissenschaftlichen Theorie verpflichteten Autoren den Versuch unternommen hat, an die Spitze der Forschungen zu Arbeitnehmer-Aktienbeteiligungen ein Erfolgskriterium

---

<sup>37</sup> so beispielsweise bei Backes-Gellner, Uschi: Personalwirtschaftslehre - eine ökonomische Disziplin?!, in: Weber, Wolfgang (Hrsg.): Grundlagen der Personalwirtschaft, Wiesbaden 1996, S. 298.

<sup>38</sup> Milgrom, Paul; Roberts, John: Economics, Organization and Management, Eanglewood Cliffs 1992, S. 437.

<sup>39</sup> Stepan, Adolf: Produktion und Technologie, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 2, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 3355.

<sup>40</sup> Hörschgen, Hans: Grundbegriffe der Betriebswirtschaftslehre II, Stuttgart 1979, S. 347.

<sup>41</sup> Vgl. ebenda, S. 347.

<sup>42</sup> Scherm, Ewald, a.a.O., S. 450.

<sup>43</sup> So zum Beispiel bei Schwetzler, Bernhard: Mitarbeiterbeteiligung und Unternehmensfinanzierung, Diss. Regensburg 1989. Eine der wenigen Ausnahmen aus dem Bereich der Personalwirtschaftslehre stellt die Arbeit von Koch über die ESOPs in den USA dar. Vgl. Koch, Thomas: Employee Stock Ownership Plans in den Vereinigten Staaten von Amerika, München/Mering 1993.

<sup>44</sup> Beispielsweise Bradley, Keith; Gelb, Alan: Worker Capitalism. The New Industrial Relations, Cambridge Mass. 1993.

zu stellen, das dessen Beitrag für den betriebswirtschaftlichen Gesamterfolg des Unternehmens zu erfassen versucht. Für diese Arbeit sei deshalb die noch genauer zu definierende Zielsetzung „Steigerung des Unternehmenswertes“ als Erfolgsrelation herangezogen. Dies impliziert weder eine Rückbesinnung auf eine zielmonistische Gewinnmaximierungsstrategie im Sinne von *Schmidt-Sudhoff*, der „die Steigerung der Produktivität des Unternehmens“<sup>45</sup> als Maxime der Geschäftsleitung betrachtet, noch die Wiederanwendung des faktortheoretischen Ansatzes von *Gutenberg*, für den die „Beziehung zwischen dem Faktorbeitrag und dem Faktoreinsatz ... die allgemeine Grundbeziehung betrieblicher Tätigkeit“<sup>46</sup> darstellt. Den nachfolgenden Überlegungen liegt zwar die Überzeugung zugrunde, daß die „Funktionalität und Instrumentalität der Arbeit“<sup>47</sup> Maxime der Personalwirtschaftslehre sein sollte, daraus wird jedoch nicht der Umkehrschluß gezogen, daß der Mensch – wie beispielsweise *Backes-Gellner* aus Sicht der Personalökonomie formuliert – „Mitte“<sup>48</sup> ist. In diesem Fall wäre die Personalwirtschaftslehre überflüssig: Die Frage nach dem optimalen Einsatz dieses 'Mittels' sollte dann besser den Spezialisten aus den Produktionsbereichen überlassen werden.

Im Gegenzug kann es aber auch nicht Aufgabe der Personalwirtschaftslehre sein, sich - wie insbesondere in der Literatur zu Beteiligungsmodellen beobachtbar - in den „Verästelungen ... psychologischer Theorien“<sup>49</sup> zu verlieren und das Testen von verhaltenswissenschaftlichen Annahmen zu einem primären Forschungsgegenstand zu erheben. Diese Aufgabe sollte nämlich wiederum den Spezialisten aus der Psychologie überlassen werden. Verhaltenswissenschaftliche Aspekte werden zwar auch in die vorliegende Arbeit einfließen. Dies erfolgt jedoch nicht mit der Zielsetzung, vorhandene Theorien aus der Psychologie zu überprüfen, viel eher geht es darum, diese neben anderen Erklärungsmustern heranzuziehen, um die Auswirkung einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf den Unternehmenswert zu diskutieren. Die Arbeit folgt damit primär der aus den USA stammenden Sichtweise des Human Resource Management, wonach „das Personal als wichtigste strategische Ressource angesehen und deshalb das Personalmanagement einheitlich konzipiert und strategisch ausgerichtet wird“<sup>50</sup> – dort insbesondere an den Einkommensinteressen der Kapitaleigner.

Ihre Grenzen wird diese Sichtweise in dieser Arbeit jedoch in den sozioökonomischen Rahmenbedingungen der Unternehmen in Deutschland und Frankreich finden: Eine ausschließlich monistische Ausrichtung der Unternehmensführung auf die Interessen der Kapitaleigner ist in beiden Ländern schon allein aufgrund der bestehenden gesetzlichen Regelungen, aber auch wegen der gesellschaftlichen Rahmenbedingungen unrealistisch.

---

<sup>45</sup> Schmidt-Sudhoff, Ulrich: Unternehmensziele und unternehmerisches Zielsystem, Wiesbaden 1967, S. 44.

<sup>46</sup> Gutenberg, Erich: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden 1958, S. 27.

<sup>47</sup> Backes-Gellner, Uschi, a.a.O., S. 302.

<sup>48</sup> Ebenda, S. 298.

<sup>49</sup> Wächter, Hartmut: Forschungsaufgaben der Personalwirtschaftslehre, in: Zeitschrift für Personalforschung, 4. Jg. (1990), Nr. 1, S. 59.

<sup>50</sup> Krell, Gertrude: Geschichte der Personallehren in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 27. Jg. (1998), Nr. 5, S. 226.

### 2.1.2. Der Begriff „Unternehmenswert“

In der betriebswirtschaftlichen Forschung zu Unternehmenszielen spielt insbesondere in Deutschland die Beschäftigung mit dem Unternehmenswert eine eher untergeordnete Rolle, viel häufiger sind Subziele<sup>51</sup> Gegenstand der Betrachtung. Der Gewinn wird hierbei als das am häufigsten unterstellte und bedeutendste Ziel angesehen.<sup>52</sup> Dies mag insbesondere daran liegen, daß dieser – wie zu zeigen sein wird – im Vergleich zum Unternehmenswert leichter zu quantifizieren ist und damit ein handhabbareres Ziel darstellt.<sup>53</sup>

Die Vernachlässigung des Unternehmenswertes durch die Forschung entspricht jedoch nicht den betriebswirtschaftlichen Realitäten, da – wie bereits thematisiert wurde – für zahlreiche deutsche Großunternehmen gerade der Unternehmenswert und dessen Steigerung höchste Priorität haben. Er sei deshalb in dieser Arbeit in Anlehnung an *Milgrom/Roberts* als umfassendes Bewertungskriterium der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung herangezogen:

„No matter in whose interests you believe the firm should be run, the appropriate thing to do is to make the total pie to be divided among the claimants as large as possible, and if the market freely signals whether the total pie has been augmented or reduced, then follow the market's dictates.“<sup>54</sup>

In einer ersten Annäherung an den Begriff kann man sagen, daß der Unternehmenswert im Sinne der Investitionsrechnung „dem Barwert aller dem Investor (Aktionär) künftig zufließenden Netto-Einnahmen“<sup>55</sup> entspricht. Der Wertbegriff ist hier also als eine rein quantitative Größe, die sich in einer börsenorientierten Sichtweise aus den Komponenten Kurswert bzw. Kurssteigerung, Dividende und Wert des Bezugsrechts zusammensetzt. Dementsprechend folgern insbesondere Autoren aus der Finanzwissenschaft, daß sich der Unternehmenswert im Börsenkurs konkretisiert und sich „als Produkt aus dem Börsenkurs und der Anzahl der emittierten Aktien“<sup>56</sup> ermitteln läßt. Andere Vertreter der Disziplin stellen jedoch die Eignung des Börsenkurses zur Wertermittlung in Frage und fordern Zu- oder Abschläge<sup>57</sup>. Da darüber hinaus empirische Untersuchungen zu dem Ergebnis

<sup>51</sup> Siehe hierzu beispielsweise Schmidt, Ralf-Bodo, a.a.O., Sp. 4794-4806.

<sup>52</sup> Vgl. Diederich, Helmut: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 7. Aufl., Stuttgart/Berlin/Köln 1992, S. 87.

<sup>53</sup> Die Konzentration der Forschung auf den Gewinn zeigt sich auch in einer einfachen Analyse von Literaturdatenbanken: Während beispielsweise in der sogenannten WISO I Liste der Wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Literaturdatenbank (Stand Mai 1998) zum Suchbegriff „Gewinn“ 25.134 Nennungen erscheinen, sind es zum Suchbegriff „Unternehmenswert“ nur 84 Nennungen.

<sup>54</sup> Milgrom, Paul; Roberts, John, a.a.O., S. 436.

<sup>55</sup> Helbing, Carl: Unternehmensbewertung auf der Basis von Einnahmen, Ausschüttungen, Cash Flows oder Gewinn?, in: Der Schweizer Treuhänder, 64. Jg. (1990), Nr. 11, S. 533.

<sup>56</sup> Buchner, Robert; Englert, Joachim: Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleichs, in: Der Betriebsberater, 49. Jg. (1994), Nr. 23, S. 1573.

<sup>57</sup> Vgl. Mandl, Gerwald; Rabel, Klaus: Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997, S. 244.

kommen, daß „wesentliche Leistungsmerkmale und der Wert des Unternehmens ... bei der Kursentwicklung nicht oder nur sehr gering einbezogen“<sup>58</sup> werden, sei hier die Auffassung zugrundegelegt, daß der Börsenwert allein zur Wertfindung wenig hilfreich ist. Da er zusätzlich von Zufälligkeiten abhängt und auch manipulierbar ist, wird in der rechtswissenschaftlichen Literatur - im Gegensatz zu Teilen der finanzwirtschaftlichen Literatur – gefolgert: Der „Börsenwert eines Unternehmens ... oder der Börsenkurs einer Aktie sind als Wertansatz untauglich“<sup>59</sup>.

Folglich ist eine erweiterte Sichtweise des Begriffs „Unternehmenswert“ notwendig. Diese findet sich beispielsweise bei *Barthel*:

„Der Unternehmenswert entspricht dem im Rahmen der Unternehmensbewertung ermittelten Wert des Unternehmens als Ganzes. Existieren Marktpreise, so sind diese vorrangig der Wertermittlung zugrunde zu legen.“<sup>60</sup>

Marktpreise – beispielsweise der an der Börse ermittelte Aktienkurs - sind nach dieser Definition zwar vorrangiges Kriterium der Wertermittlung, die Beschreibung des Unternehmens als ein „Ganzes“ impliziert aber dennoch, daß es sich hierbei offensichtlich um ein aus mehreren Teilen bestehendes Gebilde handelt. Derartige Überlegungen finden sich auch in der Koalitionstheorie<sup>61</sup>: Die Unternehmung wird als eine Koalition von Organisationsteilnehmern betrachtet, deren Entscheidung zur Teilnahme an der Organisation, zur Leistungserbringung für die Organisation oder zum Verlassen der Organisation davon abhängt, ob die durch die Organisation gebotenen Anreize mindestens gleich groß sind wie die Beiträge, die zu deren Aufgabenerfüllung geleistet werden. Die Autoren nennen als Koalitionsteilnehmer beispielsweise Manager, Arbeitnehmer, Kapitalgeber, Lieferanten, Kunden und staatliche Institutionen.<sup>62</sup> Diese lassen sich auch in interne Koalitionsteilnehmer (beispielsweise Aktionäre) und externe Koalitionsteilnehmer (beispielsweise Interessengruppen) unterscheiden. Eine ähnliche Sichtweise der Organisation findet sich auch in systemtheoretischen Ansätzen der Betriebswirtschaftslehre.<sup>63</sup>

---

<sup>58</sup> Preis, Albert: Unternehmenswert und Börsenkursentwicklung, in: Die Bank, o. Jg. (1996), Nr. 4, S. 241.

<sup>59</sup> Großfeld, Bernhard: Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., Münster 1994, S. 34.

<sup>60</sup> Barthel, Carl W.: Der Wert des Unternehmens. Handbuch der Unternehmensbewertung, 18. Ergänzungslieferung, Dezember 1997, S. 194.

<sup>61</sup> Vgl. Cyert, Richard M.; March, James G.: A Behavioral Theory of the Firm, 2. Aufl., Cambridge (MA)/Oxford 1992.

<sup>62</sup> Vgl. ebenda, S. 31.

<sup>63</sup> Vgl. Herder-Domeich, Philipp: Sozialpolitik, betriebliche, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3 R-Z, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 3919. Die Unternehmung wird auch in diesem Ansatz als eine mit der Umwelt verflochtene mehrdimensionale Gesamtheit beschrieben, die „dynamisch, offen, komplex“ und „zweckorientiert“ ist. Zu dieser Umwelt gehören beispielsweise die Arbeitnehmer, der Staat, die Kunden und Lieferanten, die Konkurrenten und Kapitalgeber. Vgl. Ulrich, Hans: Management, Bern 1984, S. 71.

Nach der Koalitionstheorie besteht die Herausforderung für die Organisation darin, zwischen den unterschiedlichen – teilweise entgegengesetzten – Zielen der Koalitionsteilnehmer einen Gleichgewichtszustand zu erreichen. Die Verbindung zum Wert des Unternehmens ergibt sich durch das Entstehen einer Krise, zu der es dann kommt, wenn ein Koalitionär die Organisation nicht mehr akzeptiert und seine Teilnahmeentscheidung in Frage stellt bzw. rückgängig macht: Diese „Krise ist dann das Ergebnis einer Bewertung der Unternehmung als Ganzes durch externe und interne Interessengruppen ... und erst in zweiter Linie das ‚objektive‘ Unvermögen, den gewünschten Output zweckrational zu erstellen.“<sup>64</sup> *Staehle* nennt als Beispiel für eine derartige Krise die Zahlungsunfähigkeit und die Überschuldung von Unternehmen, die zum Konkurs – also der Nicht-Akzeptanz der Geldgeber – führen, ihre Ursache jedoch bereits in anderen Ungleichgewichten, beispielsweise in der Beziehung zu den Kunden, hat.<sup>65</sup>

Vor diesem Hintergrund läßt sich der Wert des Unternehmens also nicht ausschließlich anhand des Börsenwertes ermitteln, da er neben diesem quantifizierbaren Kriterium auch beispielsweise von der Qualität der Beziehungen zu den Koalitionären abhängt. Einige Autoren sehen jedoch den Hauptzweck der Unternehmung darin, gesellschaftliche Zielsetzungen zu erfüllen: *Malik* beispielsweise formuliert, daß die „gesellschaftliche Relevanz ... 90% des Sinns, den eine Unternehmung haben kann“<sup>66</sup>, darstellt. Dem sei hier nicht gefolgt: Unternehmen im allgemeinen, insbesondere aber Aktiengesellschaften werden in dieser Arbeit als Institutionen betrachtet, deren Wert zwar der Definition von *Barthel* entsprechend nur in der beschriebenen ganzheitlichen Sichtweise ermittelt werden kann. Die Aktionäre als interne Koalitionäre werden aber ihre Teilnahmebereitschaft – die sich darin niederschlägt, daß sie Kapital als ein konstituierendes Element der Aktiengesellschaft zur Verfügung stellen – nur dann aufrecht erhalten, wenn sie hierfür eine angemessene, zumindest über dem Marktzins liegende Rendite erhalten. Forderungen der externen Koalitionäre zu erfüllen ist vor diesem Hintergrund nicht Sinn des Unternehmens. Viel eher ist dies eine Voraussetzung dafür, daß auch die internen Koalitionäre ihre Teilnahmebereitschaft an der Organisation aufrecht erhalten.

Die unterschiedlichen Sichtweisen des Begriffs ‚Unternehmenswert‘ finden ihre Entsprechung in den verschiedenen Methoden der Unternehmenswertermittlung, die in den folgenden Kapiteln auf ihre Eignung überprüft werden, den Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert zu erfassen.

---

<sup>64</sup> *Staehle*, Wolfgang H.: Krisenmanagement, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 2 I-Q, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 2455.

<sup>65</sup> Vgl. ebenda.

<sup>66</sup> *Malik*, Fredmund F.: Strategie des Managements komplexer Systeme, 2. Aufl., Bern/Stuttgart 1986, S. 495.

- Die Methoden des **Rechnungs- und Prüfungswesens** beschränken sich bei der Wertermittlung darauf, quantitative Größen zu erfassen.
- Durch das Konzept des **Shareholder Value** wird nicht nur die Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage von quantitativen Größen vorgenommen, sondern es befasst sich zugleich mit der Wirkung unterschiedlicher Maßnahmen auf die Steigerung dieses Wertes.
- Durch das Konzept des **Stakeholder Value** wird ebenfalls die Wirkung unterschiedlicher Maßnahmen auf die Steigerung des Unternehmenswertes untersucht, es bezieht jedoch neben quantitativen Daten insbesondere qualitative Daten des Unternehmens und seiner Umwelt ein.

### 2.1.3. Anforderungen an eine Methode der Unternehmensbewertung

Der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung werden in der einschlägigen Literatur weitreichende Wirkungen zugeschrieben: In deutschsprachigen Veröffentlichungen ist beispielsweise die Rede von der „Förderung der Leistungsmotivation der Mitarbeiter und der Identifikation mit dem Unternehmen“<sup>67</sup> und der „Flexibilisierung von Personalkosten“<sup>68</sup>. Darüber hinaus wird ihr die Funktion eines Instruments zur „Unternehmensnachfolge, Altersversorgung und Existenzgründung“<sup>69</sup> zugewiesen.

Auf theoretischer Ebene lassen sich Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zum Beispiel anhand des bereits thematisierten Verhältnisses zwischen einem Prinzipal (dem Unternehmenseigner) und einem Agenten (dem Arbeitnehmer) darstellen: Charakteristisch für die typische Agency-Situation ist eine asymmetrische Informationsverteilung, in der der Prinzipal nicht sicher sein kann, ob der Agent im Sinne seiner Ziele handelt oder ob er die vorhandenen Handlungsspielräume zur eigenen Nutzenmaximierung ausnutzt. Die Bewältigung dieser Situation ist für den Prinzipal mit Kosten verbunden. Sie setzen sich aus Überwachungs- und Kontrollkosten, Garantiekosten des Agenten und einem Residualverlust – also einem verbleibenden Wohlfahrtsverlust - zusammen.<sup>70</sup> Ein derartiges Agency-Problem kann beispielsweise bei einer fixen Zeitentlohnung entstehen: In jenen Bereichen, in denen der Arbeitgeber das Handeln des Arbeitnehmers nicht beobachten kann, besteht für letzteren kein Anreiz, im Sinne der Ziele des Arbeitgebers – also beispielsweise der Unternehmenswertsteigerung – zu handeln. Für den Arbeitgeber gilt es also, Führungsinstrumente so zu gestalten, „daß sich bei möglichst geringen Agency-Kosten das Delegationsrisiko begrenzen läßt“<sup>71</sup> – indem

<sup>67</sup> Schlecht, Otto: Einführung, in: Bertelsmann Stiftung; Prognos GmbH (Hrsg.): Mitarbeiter am Kapital beteiligen. Leitfaden für die Praxis, Gütersloh 1997, S. 18.

<sup>68</sup> Ebenda, S. 20.

<sup>69</sup> Vgl. Wagner, Klaus-R.: Renaissance der Mitarbeiter-Beteiligung, in: Personalwirtschaft, 22. Jg. (1995), Nr. 9, S. 23.

<sup>70</sup> Vgl. Jensen, Michael C.; Meckling, William H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, 3. Jg. (1976), o. Nr., S. 308.

<sup>71</sup> Vgl. Picot, Arnold; Neuburger, Rahild: Agency Theorie und Führung, in: Kieser, Alfred (Hrsg.): Handwörterbuch der Führung, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 17.

er beispielsweise Anreizsysteme einsetzt, die die Interessen der Arbeitnehmer seinen Interessen gleichsetzen. Der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung wird von einigen Autoren eine entsprechende Funktion zugewiesen: „*Employee interests can be aligned with corporate performance through stock-based incentive compensation, including employee stock and option plans.*“<sup>72</sup> Nach Ansicht anderer Verfasser führt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung jedoch zu geringerer Effizienz und Produktivität: „*Much of the relevant theory ... argues against extending worker participation, suggesting that group rewards diminish individual incentives and undermine central control.*“<sup>73</sup> Argumente hierzu finden sich beispielsweise bei *Jensen/Meckling*<sup>74</sup>: Weil der Ertrag einer individuellen Mehrleistung auf alle beteiligten Arbeitnehmer verteilt wird, werde eine Anreizwirkung verfehlt. Die Überwachungskosten nähmen damit zu.

Während also die Diskussion über den Beitrag der Beteiligung zur Lösung des Agency-Problems widersprüchlich ist, vermag ein Blick auf die Empirie zu zeigen, daß die Identifikation des Arbeitnehmers mit den Zielen des Arbeitgebers nur einen Ausschnitt aus dem möglichen Spektrum der Effekte darstellt. Empirische Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, daß der Katalog von Wirkungen der Beteiligung viel weiter zu fassen ist - wie die folgende Abbildung verdeutlicht:

---

<sup>72</sup> Millstein, Ira M.; Albert, Michael; Cadbury, Adrian; Denham, Robert E.; Feddersen, Dieter; Tateisi, Nobuo: Corporate Governance. Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets. A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Paris 1998, S. 63.

<sup>73</sup> Bradley, Keith; Estrin, Saul; Taylor, Simon: Employee Ownership and Company Performance, in: Industrial Relations, 29. Jg. (1990), Nr. 3, S. 386.

<sup>74</sup> Vgl. Jensen, Michael; Meckling, William: Rights and Production Functions: An Application to Labour-Managed Firms and Codetermination, a.a.O., S. 481ff.

**Abbildung 1:**  
**Ziele der betrieblichen Vermögensbildung**

<b>Ziele</b>	<b>Zielinhalte</b>
<b>Motivation</b>	Produktivität, Arbeitsleistung, Kostenbewußtsein, Interesse, Einsatz, Identifikation, Mitdenken, wirtschaftliches Verständnis
<b>Finanzierung</b>	Erhöhung des Eigenkapitals, Verbesserung der Kapitalstruktur, zusätzliche Liquidität
<b>Personalpolitik</b>	Abrundung des Sozialleistungs-Pakets, materielle Verbesserung, personalpolitische Maßnahme, zusätzliche Altersversorgung
<b>Partnerschaft</b>	Abbau der Konfrontation zwischen Kapital und Arbeit, verstärkte Mitverantwortung, Mitsprache und Mitwirkung an der Willensbildung, Eigentümer-Mentalität, Verbesserung des Betriebsklimas, Teilhabe am Erfolg, Anspruch auf den Gewinn, leistungsbezogenes Entgelt
<b>Gesellschafts-politik</b>	Beteiligung am Produktivvermögen, Sicherung und Ausbau der Wirtschaftsordnung, Verhinderung gewerkschaftlicher Fonds-Lösungen
<b>Vermögens-bildung</b>	Vermögensverteilung, Ergänzung der Geldvermögensbildung
<b>Mitarbeiter-potential</b>	Reduzierung der Fluktuation, Bindung an den Betrieb, Betriebs-Treue, verbesserte Position am Arbeitsmarkt, Fehlzeiten-Verringerung

*Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Guski, Hans-Günter, Schneider, Hans J.: Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Teil II: Ergebnisse, Erfahrungen und Auswirkungen in der Praxis, Köln 1983, S. 111.*

Die Aktienbeteiligung greift als nicht nur in die Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Beziehung ein, sondern offensichtlich beispielsweise auch in die Finanzwirtschaft des Unternehmens.

Es lassen sich – wie später zu zeigen sein wird – zahlreiche empirische Studien finden, die diese Zusammenhänge bestätigen. Es stellt sich vor diesem Hintergrund jedoch die Frage, weshalb angesichts dieser Wirkungen nicht alle – zumindest im betriebswirtschaftlichen Sinn rational handelnde - Unternehmen ihre Mitarbeiter am Kapital beteiligen? Denn nach *Schneider* beteiligen beispielsweise in Deutschland nur 2% der beteiligungsfähigen Unternehmen ihre Arbeitnehmer am Kapital.<sup>75</sup>

<sup>75</sup> Vgl. Schneider, Hans J.: Neuer Schwung für die Mitarbeiterbeteiligung?, in: Personal, 51. Jg. (1999), Heft 5, S. 211.



In einer isolierten Betrachtungsweise könnte aus einem empirischen Befund, nach dem die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung beispielsweise zu einer höheren Produktivität führe, das Postulat abgeleitet werden, daß die Einführung dieser Beteiligungsform betriebswirtschaftlich wünschenswert ist. Diese isolierte Sichtweise vernachlässigt jedoch, daß sich diese Beteiligungsform möglicherweise auf andere Bereiche des Unternehmens negativ auswirkt. Eine umfassendere - also nicht auf rein personalwirtschaftliche Aspekte ausgerichtete - Beurteilung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung muß deshalb das Blickfeld auf zusätzliche Ziele des Unternehmens erweitern. *Ulrich/Fluri* benennen innerhalb der betrieblichen Zielsystematik beispielsweise folgende Subziele:<sup>76</sup>

- Marktleistungsziele (z.B. Kundenservice)
- Marktstellungsziele (z.B. Umsatz)
- Rentabilitätsziele (z.B. Gewinn)
- Finanzwirtschaftliche Ziele (z.B. Kapitalstruktur)
- Soziale, mitarbeiterbezogene Ziele (z.B. Arbeitszufriedenheit)
- Macht und Prestigeziele (z.B. gesellschaftlicher Einfluß).

Diese Zielsystematik läßt sich nicht eindeutig in einer Zielpyramide abbilden. Denn wenn eine personalpolitische Maßnahme instrumentellen Charakter für eines jener Subziele hat, impliziert dies nicht, daß diese Maßnahme und ihre möglichen vielfältigen Wirkungen auf andere Zielsetzungen in einer Gesamtbewertung auch instrumentell für das Erreichen des Oberziels „Wert des Unternehmens“ ist. Die Subziele haben zwar in einer isolierten Betrachtung jeweils instrumentellen Charakter für das Erreichen des Oberziels, sie können aber untereinander durchaus konkurrierend sein.

Für den Fall der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung sei dies an folgendem Beispiel verdeutlicht: Zahlreiche empirische Untersuchungen bestätigen zwar, daß diese Beteiligungsform positiv auf die Arbeitszufriedenheit und die Arbeitsmotivation wirken kann.<sup>77</sup> Allerdings kommen finanzwirtschaftliche Untersuchungen anhand von Beispielrechnungen zu dem Ergebnis, daß die Gesamtkosten dieser Beteiligung gegenüber anderen Finanzierungsalternativen durchaus höher liegen können<sup>78</sup>. Wird also der Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes als Beurteilungskriterium herangezogen, gilt es nicht nur, die erwünschten Wirkungen dieser Beteiligung auf das Arbeitsverhalten der Arbeitnehmer zu bewerten, sondern es müssen auch die 'Nebenwirkungen' in anderen Bereichen des Unternehmens identifiziert werden. Eine Methode, die den Zusammenhang zwischen einer Arbeit-

---

<sup>76</sup> Vgl. Ulrich, Peter; Fluri, Edgar: Management - Eine konzentrierte Einführung, 3. Aufl., Bern/Stuttgart 1984, S. 81f.

<sup>77</sup> Vgl. beispielhaft für viele Untersuchungen Klein, Katherine J.: Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models, in: Journal of Applied Psychology, 72. Jg. (1987), Nr. 2, S. 319-332.

<sup>78</sup> Vgl. beispielsweise Kemmerich, Eva: Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens, Diss. Münster 1989, S. 257ff.

nehmer-Aktienbeteiligung und dem Wert des Unternehmens erfassen will, sollte deshalb die folgenden drei Bedingungen erfüllen:

1. Die Methode sollte ein möglichst differenziertes Kriterienschema für die Bestimmung des Unternehmenswertes liefern (Bedingung 1).
2. Die Methode sollte anhand operationalisierbarer intervenierender Variablen die Identifikation von Wirkungszusammenhängen ermöglichen, welche die Verbindungen zwischen der Beteiligung und dem Unternehmenswert erklären (Bedingung 2).
3. Die Methode sollte Bedingungen identifizierbar machen, unter denen die Beteiligungsform zu einer Steigerung des Unternehmenswertes beiträgt (Bedingung 3).

## **2.2. Methoden aus dem Rechnungs- und Prüfungswesen**

### **2.2.1. Externes betriebliches Rechnungswesen**

Da das betriebliche Rechnungswesen<sup>79</sup> in der Literatur als ein System bezeichnet wird, „das in zweckdienlicher Form Informationen für Entscheidungsträger liefert“<sup>80</sup>, könnte man vermuten, daß sich hier eine erste Methode zur Beurteilung der Auswirkungen einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf den Unternehmenswert finden läßt. Beispielsweise wird im Bestätigungsvermerk der Abschlußprüfer einer Aktiengesellschaft darauf hingewiesen, daß der Jahresabschluß „ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage“<sup>81</sup> der Aktiengesellschaft vermittelt. Obwohl sich eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung durchaus auf einzelne Bilanzpositionen auswirkt, lassen sich hier dennoch keine direkten Wirkungszusammenhänge zwischen dieser Beteiligungsform und dem Wert des Unternehmens ableiten: Führt beispielsweise eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu einer Erhöhung des Eigenkapitals, schlägt sich dies auf der Passivseite der Bilanz nieder. Dem könnte beispielsweise auf der Aktivseite eine Erhöhung des Anlagevermögens gegenüberstehen. Da aber das Bilanzvermögen „nicht mit dem Gesamtwert der Wirtschaftseinheit identisch“, sondern „lediglich Ausdruck aller bilanzierten Vermögensteile“<sup>82</sup> ist, ist die Bilanz gänzlich ungeeignet dafür, die Auswirkungen dieser Beteiligungsform auf den tatsächlichen Wert des Unternehmens zu beurteilen. Als Darstellungsform der eingesetzten Werte gibt die

---

<sup>79</sup> Die Informationen des externen betrieblichen Rechnungswesens dienen der Abbildung aller finanziellen Vorgänge zwischen dem Unternehmen und seiner Umwelt. Es wird veröffentlicht und richtet sich beispielsweise an die Eigentümer und den Fiskus. Das interne (inner-) betriebliche Rechnungswesen dient hingegen der Planung, Steuerung und Kontrolle der Leistungserstellung und richtet sich ausschließlich an die Unternehmensleitung. Es wird deshalb hier nicht berücksichtigt. Vgl. Schwinn, Rolf, a.a.O., S. 536f.

<sup>80</sup> Eisele, Wolfgang: Das Rechnungswesen als Informationssystem, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 2, 5. Aufl., Stuttgart 1991, S. 290.

<sup>81</sup> BASF Aktiengesellschaft: Geschäftsbericht 1997, Ludwigshafen 1998, S. 53.

<sup>82</sup> Eisele, Wolfgang: Bilanzen, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 2, 5. Aufl., Stuttgart 1991, S. 302.

Bilanz durch die Gegenüberstellung von eingebrachtem Kapital sowie dessen Verwendung beispielsweise keinen Aufschluß darüber, welcher Wert den „im Mitarbeiterbestand verkörperten leistungswirksamen Ressourcen“<sup>83</sup> beigemessen wird. Denn abgesehen davon, daß die menschliche Arbeitskraft als ein immaterielles Gut schwer erfaßbar ist und weder eindeutig zum Unternehmen zugerechnet werden kann noch ihm unbedingt zur Verfügung steht, sprechen gegen eine Wertsetzung in der Bilanz vor allem die Grundsätze der externen Rechenlegung, denen die Aktivierung eines immateriellen Gutes zuwiderliefe<sup>84</sup>.

Die Gewinn- und Verlustrechnung ergänzt die Bilanz. Sie erlaubt „detaillierte Einblicke in die Zusammensetzung und die Quellen des Erfolgs“<sup>85</sup>. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung schlägt sich auch in der Gewinn- und Verlustrechnung nieder: Bei Anwendung des Gesamtkostenverfahrens werden beispielsweise die Betriebsaufwendungen für diese Beteiligung vom Betriebsertrag abgezogen<sup>86</sup>. Die Gewinn- und Verlustrechnung gibt jedoch nur einen Einblick in die Zusammensetzung des Erfolgs, aber nicht Aufschluß darüber, welcher Zusammenhang zu Wertveränderungen des Unternehmens besteht. Sie liefert auch keinen umfassenden Kriterienkatalog, der die Wirkungen, die dieser Beteiligungsform zugeschrieben werden, erfassen könnte. Ähnlich wenig aussagekräftig sind deshalb auch am Gewinn orientierte Kennzahlen wie der Gewinn pro Aktie, die Eigenkapitalrentabilität oder das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Verstärkt wird dies durch die Manipulierbarkeit der buchhalterischen Gewinnermittlung.

Das betriebliche Rechnungswesen ist also in zweierlei Hinsicht ungeeignet, den Zusammenhang zwischen einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert zu erfassen: Einerseits geben die Daten keinen Aufschluß über den tatsächlichen Wert der Anteile eines Investors, zumal dessen individuelle Zeit- und Risikopräferenzen nicht erfaßt werden können. Andererseits wird „der wichtige Faktor Personal im Rechnungswesen der Firmen stiefmütterlich behandelt“<sup>87</sup>. Die Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung lassen sich in den Kategorien des Rechnungswesens nicht feststellen – sie werden lediglich in ihrem Endresultat gemessen, ohne Aufschluß über Wirkungszusammenhänge zu geben.

Einen Ansatz für eine Erfolgsrechnung der Mitarbeiter stellen Personalbilanzen dar<sup>88</sup>, so daß hier ein Instrument vermutet werden könnte, die Wirkungen einer

---

<sup>83</sup> Marr, Rainer: Humanvermögensrechnung, Entwicklung von Konzepten für eine erweiterte Rechenschaftslegung der Unternehmen, in: Schmidt, Herbert (Hrsg.): Humanvermögensrechnung, Instrumentarium zur Ergänzung der unternehmerischen Rechnungslegung - Konzepte und Erfahrungen -, Berlin/New York 1992, S. 549.

<sup>84</sup> Vgl. Kählert, Jens-Peter: Die Abbildung immaterieller Güter im handelsrechtlichen Abschluß, Diss. Passau 1994, S. 27ff.

<sup>85</sup> Eisele, Wolfgang: Bilanzen, a.a.O., S. 387.

<sup>86</sup> Vgl. ebenda, S. 302.

<sup>87</sup> Lang, Helmut: Human Resource Accounting, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 6. Jg. (1977), Nr. 1, S. 33.

<sup>88</sup> Siehe hierzu beispielsweise Witt, Frank-Jürgen: Personalbilanzen als Führungsinstrument, in: Personal. Mensch und Arbeit, 38. Jg. (1986), Nr. 5, S. 184-187 sowie Heinrich, Detlef:

Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf den Unternehmenswert abzubilden. Sie sind beispielsweise nach den Kriterien Personalbestand, Personalstruktur und Personalförderung gegliedert.<sup>89</sup> Erfasst eine Personalbilanz beispielsweise die Fluktuation der Arbeitnehmer, können im Mehrjahresvergleich Tendenzen identifiziert und bei Bedarf etwa durch strategisch ausgerichtete Beteiligungssysteme zu korrigieren versucht werden. Die Personalbilanz stellt jedoch eher einen Indikator für Stärken und Schwächen in der Personalstruktur dar als ein Instrument zur Wertermittlung. Eine Korrelation zwischen einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und einem Rückgang der Fluktuation ließe sich somit anhand der Personalbilanz eventuell feststellen, jedoch nicht die Wirkung dieser Maßnahme auf den Unternehmenswert. Insofern sind also auch Personalbilanzen kein für die Fragestellung geeignetes Analyseinstrument.

Ähnliches gilt für die US-amerikanischen Ansätze des Human Resource Accounting (HRA). Die Grundidee, Mitarbeiter als Ressourcen zu betrachten, ist hierbei auf Likert<sup>90</sup> zurückführbar. Der Wert der Beschäftigten wird im Rahmen des HRA als „der Gegenwartswert der Nettobeiträge, die für den Betrieb erbracht werden“<sup>91</sup> verstanden. Eine starke theoretische Ausdifferenzierung mit dem gleichzeitigen Anspruch nach einer besseren Operationalisierbarkeit erfolgte ab Mitte der 70er Jahre insbesondere durch Flamholtz<sup>92</sup>, dessen Ansatz im Hinblick auf zukünftige Leistungsbeiträge den Wert des einzelnen Mitarbeiters für die Organisation in Form eines Ursache-Wirkungs-Zusammenhang zu erfassen versucht. Der hohe Detaillierungsgrad sowie die damit verbundenen Meßprobleme machen den Ansatz zwar heuristisch wertvoll, für die praktische Anwendung hingegen ist er „weitgehend ungeeignet“<sup>93</sup>. Neuere Ansätze zum HRA finden sich in der englischsprachigen Literatur insbesondere bei Dawson<sup>94</sup>, in der deutschen Literatur

---

Personalbilanzen. Verfahren zur Bewertung von Humanvermögen, in: Der Betriebswirt, 32. Jg. (1991), Nr. 4, S. 7-10.

<sup>89</sup> Vgl. Meier, Andreas: Personalbilanz als Gradient erfolgreicher Personalführung, in: Zeitschrift für Organisation, 61. Jg. (1992), Nr. 2, S. 155.

<sup>90</sup> Vgl. Likert, Rensis: The Human Organization: Its Management and Value, New York 1967.

<sup>91</sup> Brummet, Lee R.: Die Erfassung des Humankapitals im Unternehmen - Ziele, Aufgaben, Bedeutung, in: Schmidt, Herbert (Hrsg.): Humenvermögensrechnung, Instrumentarium zur Ergänzung der unternehmerischen Rechnungslegung - Konzepte und Erfahrungen -, Berlin/New York 1992, S. 70.

<sup>92</sup> Siehe zur Verfahrensweise Flamholtz, Eric G.: Human Resource Accounting, Encino Belmont 1974 sowie zur Begründung des HRA im Rahmen des Personalmanagements Flamholtz, Eric G.; Lacey, John M.: Personnel Management, Human Capital Theory and Human Resource Accounting, Los Angeles 1981.

<sup>93</sup> Marr, Rainer, a.a.O., S. 49. Dawson führt zur praktischen Anwendbarkeit des HRA aus: „Human resource accounting (HRA) is an example of such a prescriptive approach to management which has been available for many years but which has never been operationalized in any full-blown way.“ Dawson, Chris: The use of simulation methodology to explore human resource accounting, in: Management Decision, 32. Jg. (1994), Nr. 7, S. 46.

<sup>94</sup> Vgl. Dawson, Chris: Human Resource Accounting: From prescription to description, in: Management Decision, 32. Jg. (1994), Nr. 6, S. 35-40 und Dawson, Chris: The use of simulation methodology to explore human resource accounting, a.a.O., S. 46-52.

beispielsweise bei *Bartscher/Steinmann*<sup>95</sup>. Diese sehen den primären Nutzen jedoch in der „Bereitstellung von Informationen, die im Prozeß der Wertermittlung des Humanvermögens gewonnen werden“<sup>96</sup>, zum Beispiel, um die optimale Anzahl der Beschäftigten eines Unternehmens zu ermitteln.<sup>97</sup> Das HRA ist also auch ungeeignet, den Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert zu analysieren: Die Methode liefert zwar ein Gerüst zur Bewertung der Humanressourcen, sie gibt aber keinen Aufschluß darüber, wie sich die Leistungsbeiträge der in ihrem Wert gestiegenen Humanressourcen auf den Unternehmenswert auswirken.

### 2.2.2. Traditionelle Methoden der Unternehmensbewertung

Bei dem Verkauf von Unternehmen, bei Fusionen oder Kapitalerhöhungen<sup>98</sup> stellt sich ebenfalls die Frage der Bewertung. Die traditionellen Methoden der Unternehmensbewertung zielen hierbei darauf ab, auf der Grundlage von Daten aus der Vergangenheit Rückschlüsse auf den künftigen Erfolg zu ermöglichen. In der finanzwissenschaftlichen Literatur werden unterschiedliche Verfahren<sup>99</sup> diskutiert: Neben Renditekennzahlen (Umsatz-, Eigenkapital- und Gesamtkapitalrendite) gelten die Substanzwertmethode und die Ertragswertmethode als klassische Ansätze der Unternehmensbewertung.<sup>100</sup> Letztere unterscheidet sich in der methodischen Vorgehensweise von der Substanzwertmethode dahingehend, daß nicht die einzelnen Vermögensgegenstände zum Unternehmenswert aufaddiert werden, sondern die Bewertung anhand der erwarteten zukünftigen wirtschaftlichen Ergebnisse erfolgt. Insofern liefert sie weitergehende Informationen als das betriebliche Rechnungswesen, das nur eine stichtagbezogene Bewertung vornimmt, ohne künftige Erträge zu berücksichtigen. Dennoch bezeichnet beispielsweise *Drukarczyk* den Beitrag der Ertragswertmethode für die Berechnung des Unternehmenswertes als „unbefriedigend“<sup>101</sup>, da die Methode auf der Grundlage der individuell subjektiven Risikovorstellungen der Investoren je nach Diskontierungsfaktor zu völlig unterschiedlichen Ergebnissen kommen kann.

---

<sup>95</sup> Vgl. Bartscher, Thomas R.; Steinmann, Olaf: Der Human-Resource-Accounting-Ansatz innerhalb der Personal-Controlling-Diskussion, in: Zeitschrift für Personalforschung, 4. Jg. (1990), Nr. 4, S. 387-401.

<sup>96</sup> Ebenda, S. 397.

<sup>97</sup> Vgl. Dawson, Chris: The moving frontiers of personnel management: Human resource management or Human resource accounting?, in: Personnel Review, 18. Jg. (1989), Nr. 3, S. 10ff.

<sup>98</sup> Weitere mögliche Anlässe können sein: Umwandlung von Eigentumsverhältnissen, Abfindungen an ausscheidende Gesellschafter, Wertfeststellungen für Besteuerungen und Erbaueinandersetzungen. Vgl. Kittner, Michael: „Human Resources“ in der Unternehmensbewertung, in: Der Betrieb, 50. Jg. (1997), Nr. 46, S. 2285.

<sup>99</sup> Ein Überblick über die Hauptformen der finanzwissenschaftlichen Unternehmensbewertung findet sich bei Helbling, Carl: Unternehmensbewertung und Steuern, 8. Aufl., Düsseldorf 1995.

<sup>100</sup> Vgl. Raster, Max: Shareholder-Value-Management. Ermittlung und Steigerung des Unternehmenswertes, Wiesbaden 1995, S. 33ff.

<sup>101</sup> Drukarczyk, Jochen: Unternehmensbewertung, 2. Aufl., München 1998, S. 359.

In den USA wird bei der Unternehmenswertermittlung insbesondere die Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode) angewandt, die *Born* „als die einzig richtige Art der Ermittlung des Ertragswertes“<sup>102</sup> bezeichnet. Sie wird in der deutschsprachigen Literatur entweder direkt der Ertragswertmethode<sup>103</sup> zugeordnet oder ihr als „nahe“<sup>104</sup> stehend beschrieben. Trotz unterschiedlicher Vorgehensweisen bei der Berechnung<sup>105</sup> des DCF ist der Methode gemeinsam, daß der „Wert eines Unternehmens gleich den erwarteten künftigen Cash-Flows, die mit einem Zinssatz diskontiert werden, der das Risiko berücksichtigt“<sup>106</sup>, entspricht. Im Unterschied zur Ertragswertmethode, bei der unter der „impliziten Annahme eines Diversifikationsgrades von Null“<sup>107</sup> investorspezifische Risikonutzenfunktionen herangezogen werden, wird bei der DCF-Methode ein hoher Diversifikationsgrad unterstellt, um einen stärkeren marktorientierten Realitätsbezug zu gewährleisten.<sup>108</sup> Trotz der unterschiedlichen Berechnungsarten ist auch diesen Methoden gemeinsam, daß die Ermittlung des Unternehmenswertes ausschließlich auf quantifizierbare Endgrößen zielt. Qualitative Kriterien sowie Veränderungen der Leistungsbeiträge der Humanressourcen eines Unternehmens fließen zwar auch in diese Endgrößen ein, darüber, welche Wirkungszusammenhänge ihnen zugrunde liegen, geben diese Methoden jedoch keinen Aufschluß.<sup>109</sup> Die im Unternehmen beschäftigten Menschen zur Unternehmenbewertung heranzuziehen wird in der einschlägigen Literatur sogar explizit abgelehnt<sup>110</sup>.

Die klassischen Methoden der Unternehmensbewertung orientieren sich also vorrangig an dem Gewinn zukünftiger Perioden, der Gewinn ist aber - wie bereits dargestellt wurde - für den Investor eine wenig aussagekräftige Größe. Für die Fragestellung der Arbeit sind diese Methoden auch insbesondere deshalb ungeeignet, da sie kein Instrumentarium dafür liefern, eine Maßnahme und deren Wirkungen auf den Unternehmenswert zu beurteilen. Denn im Vergleich zum betrieblichen Rechnungswesen, das anhand zahlreicher Positionen ein sehr differenziertes Bewertungsschema für einen Stichtag darstellt, werden bei der Ertragswertmethode lediglich zukünftige wirtschaftliche Ergebnisse - beispielsweise Gewinne - auf-

---

<sup>102</sup> Born, Karl: Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1995, S. 89.

<sup>103</sup> So beispielsweise bei ebenda.

<sup>104</sup> Drukarczyk, Jochen: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 177.

<sup>105</sup> Siehe hierzu den Überblick bei ebenda, S. 178ff.

<sup>106</sup> Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack: Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt/New York 1993, S. 98.

<sup>107</sup> Drukarczyk, Jochen: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 362.

<sup>108</sup> Vgl. ebenda, S. 356ff.

<sup>109</sup> Siehe hierzu beispielsweise die Berechnung des Unternehmensgesamtwertes im Insolvenzverfahren bei Drukarczyk, Jochen: Finanzierung. Eine Einführung, 6. Aufl., Stuttgart/Jena 1993, 406ff.

<sup>110</sup> Tichy beispielsweise bezeichnet die Unternehmung zwar als ein soziales „Gebilde“, die dort handelnden Menschen prägen für ihn jedoch nur „das äußere Erscheinungsbild der Unternehmung“ und sind „daher nicht ... Gegenstand der Ermittlung des ökonomischen Unternehmenswertes.“ Vgl. Tichy, Geiserich E.: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, Wien 1994, S. 22.

addiert und auf einen Stichtag abdiskontiert. Auch wenn diese wirtschaftlichen Ergebnisse „Produkte des Zusammenwirkens aller Faktoren einer Unternehmung“<sup>111</sup> sind, stellt die Methode kein differenziertes Bewertungsschema darüber dar, wie diese Faktoren zusammenwirken und wie sich einzelne Maßnahmen - etwa die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung – auswirken. Dies mag vor allem daran liegen, daß die Unternehmensbewertung „auch Anwendung der Prinzipien der Investitions- und Finanzierungstheorie“<sup>112</sup> ist und deshalb von einer finanzwissenschaftlichen Sichtweise dominiert wird. So werden Mitarbeiter als Kosten- und Risikofaktor, nicht aber als Potential für den Unternehmenswert betrachtet.<sup>113</sup> Die Forderung, die Arbeitnehmer als eine der Determinanten zukünftiger Zielbeiträge miteinzubeziehen – was ein Rückgriff auf die Methode des Substanzwertes bedeutete - nimmt in der finanzwirtschaftlichen Literatur insgesamt nur geringen Raum ein<sup>114</sup>, wird jedoch in der rechtswissenschaftlichen Literatur zunehmend als Bestandteil einer realistischen und fachgerechten Unternehmensbewertung thematisiert.<sup>115</sup> In den klassischen Ansätzen der Unternehmensbewertung ist also die Ressource „Mensch“ zumindest explizit nicht erfaßbar. Dies bringt *Piltz* zu der Feststellung:

„daß die Faktoren, auf die es für den Zukunftserfolg des Unternehmens entscheidend ankommt, nämlich der Markt, die Qualität des Personals, insbesondere des Managements, die Organisationsstruktur, das Produktprogramm, das Netz an Lieferanten-, Kunden- und Behördenbeziehungen, also die sog. Geschäftswertfaktoren, sich in den Zahlenreihen der Einnahme-Überschuß-Rechnung kaum erfassen lassen“<sup>116</sup>.

Darüber, ob - und gegebenenfalls, in welchem Ausmaß - im Rahmen der Unternehmensbewertung beispielsweise in Deutschland die Akteure, die ja zumeist Wirtschaftsprüfer sind, zumindest implizit die Leistungspotentiale und Leistungsbeiträge der Arbeitnehmer bei der Berechnung künftiger Erträge berücksichtigen, sind dem Verfasser dieser Arbeit keine empirischen Erkenntnisse bekannt. Einen Hinweis hierzu mögen die Studieninhalte der Ausbildung im Rechnungs- und Prüfungswesen an deutschsprachigen Hochschulen geben: Diese beschränken sich zumeist darauf, Instrumentarien und Techniken der Finanzanalyse zu vermitteln. Während in den USA schon Mitte der 80er Jahre gefordert wurde, in die Ausbildung im Prüfungs- und Rechnungswesen andere Disziplinen stärker einzubeziehen<sup>117</sup>, er-

<sup>111</sup> Helling, Nico U.: Strategieorientierte Unternehmensbewertung. Instrumente und Techniken, Wiesbaden 1994, S. 45.

<sup>112</sup> Drukarczyk, Jochen: Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 3.

<sup>113</sup> Vgl. Kittner, Michael, a.a.O., S. 2286.

<sup>114</sup> Siehe hierzu beispielsweise Schmidt, Johannes G.: Unternehmensbewertung mit Hilfe strategischer Erfolgsfaktoren, in: Ballwieser, Wolfgang; Ordelheide, Dieter (Hrsg.): Betriebswirtschaftliche Studien. Rechnungs- und Finanzwesen, Organisation und Institution, Band 34, Frankfurt 1997, S. 103ff.

<sup>115</sup> Siehe hierzu beispielsweise Kittner, Michael, a.a.O., S. 2285ff.

<sup>116</sup> Piltz, Detlev Jürgen: Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., Düsseldorf 1994, S. 21.

<sup>117</sup> „The more interdisciplinary applications that are included in the classroom, the greater the likelihood that students will be able to place accounting in a broad perspective“ The American

gab eine Untersuchung<sup>118</sup> von 23 Lehrstühlen deutschsprachiger Hochschulen, die sich mit dem Fach Prüfungswesen befassen und deren Absolventen damit die Hauptrekrutierungsquelle für Wirtschaftsprüfungsunternehmen darstellen, daß interdisziplinäre Lehrveranstaltungen nur eine marginale Rolle spielen. Die Weiterentwicklung neuer prüfungstheoretischer Methoden zählte gar bei lediglich zwei Lehrstühlen zu den Arbeitsschwerpunkten.<sup>119</sup>

### 2.2.3. Neuere Methoden der Unternehmensbewertung

Auch in neueren Methoden, wie dem Unternehmens-Rating und der Aktienanalyse, tauchen Arbeitnehmer – werden sie überhaupt in Betracht gezogen - typischerweise nur „unter zwei Aspekten auf: Kosten und Risiken“<sup>120</sup>. Ein Verfahren einer eher ganzheitlichen Unternehmensbewertung, in die auch die Humanressourcen des Unternehmens als Potential einbezogen werden, stellt die „Due Diligence-Prüfung“ dar: Hierunter ist die anhand von weitgehend standardisierten Checklisten durchgeführte „wirtschaftliche, finanzielle, steuerliche und rechtliche Untersuchung des Zielunternehmens“<sup>121</sup> - also der Versuch einer ‘Totaldurchleuchtung’ - im Rahmen von Unternehmensakquisitionen zu verstehen. Zwar steht auch bei der Due Diligence-Prüfung im Vordergrund, die mit der Unternehmensübernahme verbundenen Risiken zu ermitteln<sup>122</sup>, die Wertermittlung erfolgt jedoch nicht ausschließlich auf der Grundlage von quantitativen Daten, sondern bezieht nach *Dielmann* „das wirtschaftliche und soziale Umfeld, die gesetzlichen Rahmenbedingungen, mögliche Umweltbelastungen, drohende und anhängige Rechtsstreitigkeiten, gegebene Garantien und wesentliche Verpflichtungen im Einkaufs-, Absatz-, Personalbereich“<sup>123</sup> mit ein. Neben der Analyse der Verpflichtungen im Personalbereich (was ja wiederum nur eine Bewertung des Personals als Kostenfaktor bedeuten würde) ermöglicht die Due Diligence-Prüfung aber auch eine qualitative Analyse der Schwächen und Stärken des mit dem vorhandenen Personal-

---

Accounting Association Committee on the Future Structure, Content, and Scope of Accounting Education: Future Accounting Education: Preparing for the Expanding Profession, in: *Issues in Accounting Education*, 1. Jg. (1986), Nr. 1, S. 187.

<sup>118</sup> Vgl. Peemöller, Volker; Kaindl, Günter; Keller, Bernd: Das Fach Prüfungswesen an deutschsprachigen Hochschulen - unter besonderer Berücksichtigung der internen Revision - , in: *Zeitschrift Interne Revision*, 29. Jg. (1994), Nr. 1, S. 10-28.

<sup>119</sup> Vgl. ebenda, S. 21ff.

<sup>120</sup> Kittner, Michael, a.a.O., S. 2288.

<sup>121</sup> Mertens, Kai: Die Information des Erwerbers einer wesentlichen Unternehmensbeteiligung an einer Aktiengesellschaft durch deren Vorstand, in: *Die Aktiengesellschaft*, 42. Jg. (1997), Nr. 12, S. 542.

<sup>122</sup> Vgl. Griffin Douglas: Due-Diligence, in: *Bank Management*, 71. Jg. (1995), Nr. 3, S. 73.

<sup>123</sup> Dielmann, Klaus: Unternehmenskauf und Human Ressourcen: Due Diligence-Prüfung, in: *Personal*, 49. Jg. (1997), Nr. 9, S. 470.



bestand verbundenen Potentials.<sup>124</sup> Für diesen Bereich nennt *Helbling* u.a. folgende Bewertungskriterien:<sup>125</sup>

Entwicklung der Personalstruktur, Verpflichtungen gegenüber dem Personal, Qualifikations- und Leistungsbewertungssysteme, Unternehmensklima, künftiger Personalbedarf, relatives Lohn- und Gehaltsniveau, ausreichende Zahl an Fachkräften, Ausbildungsstand, Sozialeinrichtungen, Maßnahmen der Personalvorsorge.

Gegenüber den bisher genannten Methoden weitet die Due Diligence-Prüfung also die Untersuchungsfelder aus. Eine Analyse der Kriterien zeigt zwar, daß durchaus Querverbindungen zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung konstruierbar sind. Die Wirkungszusammenhänge können aber nicht eindeutig beurteilt werden, da intervenierende Variablen nicht operationalisiert werden können. Bezüglich des Unternehmensklimas könnte man argumentieren, daß durch die gemeinsame Ausrichtung der Interessen auf den Unternehmenswert ein stärkeres Zusammengehörigkeitsgefühl unter den Arbeitnehmern entsteht und Partikularinteressen in den Hintergrund treten. Andererseits birgt diese Beteiligungsform aber die Gefahr, des „Trittbrettfahrens“ verdächtigt zu werden, da alle beteiligten Arbeitnehmer trotz unterschiedlicher Leistungsbeiträge gleichermaßen an den Wertsteigerungen partizipieren. Dies mag zu einem verschlechterten Betriebsklima führen.

Die Due-Diligence-Prüfung liefert somit im Vergleich zu den beschriebenen traditionellen Methoden der Unternehmensbewertung zwar einen detaillierteren Bewertungskatalog; sie ist aber ebenso wie die bisher beschriebenen Methoden nicht dazu geeignet, Wirkungszusammenhänge zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert abzubilden. Die Zuverlässigkeit und damit die Gültigkeit der Due Diligence-Prüfung als Bewertungsinstrument ist insbesondere für die Beurteilung der Humanressourcen zu bezweifeln, weil Wirtschaftsprüfer individuell verschieden über Preis- und Wertvorstellungen urteilen - sie kann deshalb nur zu subjektiven Entscheidungen über Preisvorstellungen führen - „ohne Anspruch auf Allgemeingültigkeit oder Vergleichbarkeit“<sup>126</sup>.

Auch das Total Quality Modell der European Foundation for Quality Management (EFQM) weitet die Untersuchungsfelder unter einer um mehr Ganzheitlichkeit bemühten Sichtweise aus. Nach diesem ebenfalls der Unternehmensbewertung zugeschriebenen Modell<sup>127</sup> wird versucht, auf der Grundlage von zwei Hauptgruppen, einerseits den „Befähigerfaktoren“ (Führung, Politik und Strategie, Mitarbeiterorientierung, Ressourcen sowie Prozesse) und andererseits den „Ergebnisfaktoren“ (Kundenzufriedenheit, Mitarbeiterzufriedenheit, gesellschaftliche Verantwortung

<sup>124</sup> Vgl. Ganzert, Siegfried; Kramer, Lutz: Due Diligence Review: Eine Inhaltsbestimmung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg. (1995), Nr. 17. S. 580.

<sup>125</sup> Vgl. Helbling, Carl: Unternehmensbewertung und Steuern, a.a.O., S. 699f. Eine Checkliste zum Personalteil findet sich auch bei Dielmann, Klaus, a.a.O., S. 471ff.

<sup>126</sup> Kittner, Michael, a.a.O., S. 2287.

<sup>127</sup> Vgl. Schneider, Jörg M.: Unternehmensbewertung nach dem EFQM-Modell – eine neue Form des Controlling!, in: Controller Magazin, 23. Jg. (1998), Nr. 5, S. 370.

bzw. Image und Geschäftsergebnisse), das Unternehmen zu beurteilen.<sup>128</sup> Anhand eines detaillierten Fragenkatalogs wird das Unternehmen in Form einer Prozent- und Notenskala bewertet, wobei die einzelnen Faktoren – nach Wunderer willkürlich, da nicht empirisch fundiert<sup>129</sup> – unterschiedlich gewichtet werden.<sup>130</sup> Das Modell kombiniert somit qualitative Kriterien (etwa im Personalbereich) mit quantitativen Kriterien (wie Geschäftsergebnisse). Da hiermit Stärken und Schwächen identifiziert werden können, dient es der von Bergbauer als „das ultimative Ziel“ bezeichneten nachhaltigen „Verbesserung des Unternehmens und seiner Ergebnisse“<sup>131</sup>. Wunderer charakterisiert dementsprechend das Modell als „eine umfassende Konzeption zur Unternehmensentwicklung“<sup>132</sup>. Der Nutzen des Modells liegt also weniger in der für diese Arbeit erforderlichen Bewertung einer Maßnahme – der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung – und ihrer Auswirkungen auf die genannten Faktoren, sondern in einer Standortbestimmung des Unternehmens. Denn durch EFQM wird weniger der Wert des Unternehmens, sondern viel eher die „Unternehmensqualität meßbar“<sup>133</sup>. Das Modell weitet zwar im Vergleich zu den bereits beschriebenen Methoden die Untersuchungsfelder aus, da „Kunden, Mitarbeiter, Umwelt – indirekt auch Kapitaleigner und Kapitalgeber“ miteinbezogen werden.<sup>134</sup> Es liefert auch in Form eines detaillierten Fragenkataloges vorgegebene Faktoren, Unterkriterien und zahlreiche Indikatoren. Aber die sich darin dokumentierende „Checklistenmentalität der Amerikaner“<sup>135</sup> ist zu starr, um wirklich umfassend Wirkungszusammenhänge zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert zu identifizieren.

#### 2.2.4. Zusammenfassung

Die vorangegangene Darstellung hat gezeigt, daß die beschriebenen Methoden nicht dazu geeignet sind, eine vermutete Beziehung zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert zu erfassen. Eine weitere Systematisierung der Beteiligungsform und ihrer Wirkungen auf Indikatoren der beschriebenen Methoden soll deshalb hier nicht erfolgen: Denn es ist ein gemeinsames Defizit der Methoden, daß sie keine Konzeption darüber liefern, in welcher Weise sich die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf den Wert des Unternehmens im Sinne des jeweiligen Ansatzes auswirkt. Sie benennen zwar unterschiedliche Kriterien des Unternehmenswertes - beispielsweise das Anlagevermögen, die Cash Flows oder

<sup>128</sup> Vgl. Simon, Walter: Das EFQM-Modell: die bessere Alternative zur DIN ISO 9000ff, in: Personal. Zeitschrift für Human Resource Management, 51. Jg. (1999), Nr. 3, S. 131f.

<sup>129</sup> Vgl. Wunderer, Rolf: Qualitätsförderung und Personal-Management am Beispiel des Europäischen Modells, in: Personalwirtschaft, 22. Jg. (1995), Nr. 6, S. 16.

<sup>130</sup> So sind Führung, Mitarbeiterorientierung und Mitarbeiterzufriedenheit beispielsweise mit insgesamt 24% zu gewichten, die Kundenorientierung beispielsweise mit 20%. Vgl. Simon, Walter, a.a.O., S. 132.

<sup>131</sup> Bergbauer, Axel K.: Unternehmensqualität ist meßbar, in: Qualität und Zuverlässigkeit, 43. Jg. (1998), Nr. 6, S. 689.

<sup>132</sup> Wunderer, Rolf, a.a.O., S. 18.

<sup>133</sup> Bergbauer, Axel K., a.a.O., S. 689.

<sup>134</sup> Wunderer, Rolf, a.a.O., S. 17.

<sup>135</sup> Ebenda.

das Unternehmensklima - , sie sind jedoch nicht hilfreich bei der Beantwortung der Frage, ob es zwischen diesen Kriterien und der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung einen Zusammenhang gibt und welcher Natur dieser ist.

Das externe betriebliche Rechnungswesen liefert zwar ein differenziertes Kriterienschema, ermöglicht jedoch keine Identifikation von Wirkungszusammenhängen, da die intervenierenden Variablen nicht operationalisiert werden können. Bedingungen für eine den Unternehmenswert steigernde Gestaltung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung lassen sich hiervon ebensowenig ableiten wie bei den traditionellen Methoden der Unternehmensbewertung: Diese sind vor allem auf den Cash Flow als intervenierende Variable zentriert, dessen Bedeutung für den Wert des Unternehmens jedoch fragwürdig ist. Zudem liefern sie kein Instrumentarium zur Analyse dafür, wie sich diese Beteiligungsform auf die Cash Flows auswirkt.

Für die neueren Ansätze der Unternehmensbewertung schließlich gilt ähnliches wie für das externe betriebliche Rechnungswesen: Die Due Diligence-Prüfung beispielsweise liefert zwar anhand der Checklisten ebenfalls ein sehr differenziertes Kriterienschema, das auch einige Aspekte des Personalwesens einbezieht. Die Bewertung bleibt hier jedoch der Subjektivität des Wertermittlers überlassen, dem ein Analyseinstrument von Wirkungszusammenhängen fehlt. Obgleich das EFQM-Modell als ein eher ganzheitlicher Ansatz unterschiedliche Bezugsgruppen des Unternehmens miteinbezieht, ist es für den Fortgang der Arbeit dennoch wenig nutzbringend, da es aufgrund seiner relativen Starrheit die der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zugeschriebenen umfangreichen Wirkungen nicht erfassen kann.

## 2.3. Shareholder Value-Konzept

Das Shareholder Value-Konzept ist eine Methode der Unternehmensbewertung, die nach *Raster* neben der 'reinen' Wertermittlung auch die Beurteilung unterschiedlicher Strategien und deren Beitrag zum Unternehmenswert ermöglicht.<sup>136</sup> Es verbindet damit die Finanzwirtschaft mit dem Strategischen Management, so daß der im vorangegangenen Abschnitt formulierte Anspruch, neben der reinen Wertermittlung auch Wirkungszusammenhänge zu identifizieren, durch dieses Konzept eher erfüllt zu werden scheint. Im folgenden soll überprüft werden, ob sich das Shareholder Value-Konzept als Bewertungskriterium eignet, da in der Literatur Hinweise auf einen entsprechenden Zusammenhang vorzufinden sind. Die Aussagen hierzu sind aber bisher eher allgemein und von spekulativem Charakter: *Lezius* etwa ist der Ansicht, daß durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung der Shareholder Value gesteigert werden kann, da die Interessen der Mitarbeiter auf diese Größe ausgerichtet werden.<sup>137</sup> *Brune* vermutet, daß „die Wertorientierung bei großen Publikumsgesellschaften möglicherweise auch zu einer Renaissance der Beleg-schaftsaktien“<sup>138</sup> beiträgt. Nach *Schätzle* ist diese Beteiligungsform in „der Umsetzung der international geforderten ‚shareholder-value‘ orientierten Unternehmensführung“<sup>139</sup> begründet. Und *Guatri* geht davon aus, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung sowohl die Cash Flows steigert als auch die Kapitalkosten senkt: „Ceteris paribus sollten dadurch der tatsächliche Unternehmenswert und möglicherweise auch der Aktienkurs steigen“<sup>140</sup>. Allerdings versäumt es jeder der genannten Autoren, genauer zu beschreiben, welche Wirkungszusammenhänge nun zwischen dieser Beteiligung und dem Shareholder Value des Unternehmens bestehen.<sup>141</sup>

### 2.3.1. Definition und praktische Relevanz

In Anlehnung an die finanzwirtschaftliche Literatur sei der Begriff „Shareholder Value“ einleitend als „Kurswertvermögen der Aktionäre“<sup>142</sup>, der zugleich dem Wert des Unternehmens entspricht, definiert. Der Begriff „Shareholder Value Manage-

<sup>136</sup> Vgl. *Raster*, Max, a.a.O., S. 2.

<sup>137</sup> Vgl. *Lezius*, Michael: Kapitalbeteiligung als Zukunftsmodell, in: *Personalwirtschaft*, 26. Jg. (1999), Nr. 1, S. 34.

<sup>138</sup> *Brune*, Jens W., a.a.O., S. 312.

<sup>139</sup> *Schätzle*, Rainer J.: Aktien für Arbeit! Neue Wege der Mitarbeiter-Beteiligung in Deutschland, in: *Personalführung*, 29. Jg. (1996), Nr. 8, S. 680.

<sup>140</sup> *Guatri*, Luigi: Theorie der Unternehmenswertsteigerung. Ein europäischer Ansatz, Wiesbaden 1994, S. 200.

<sup>141</sup> Als Ausnahme – wenn auch mit erheblichen Einschränkungen – mag hier der Beitrag von *Lezius* bezeichnet werden, der den Zusammenhang folgendermaßen begründet: „Die Eigenkapitalquote und die Liquidität des Unternehmens steigen, die Arbeitsplätze sind sicherer. Zusätzliche Investitionen sichern das Unternehmen“. *Lezius*, Michael, a.a.O., S. 34. Wie zu zeigen sein wird, deckt diese Beschreibung allerdings nur einen Bruchteil des Wirkungszusammenhangs zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Shareholder Value ab.

<sup>142</sup> *Süchting*, Joachim: Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6. Aufl., Wiesbaden 1995, S. 337f.

ment“ bedeutet demzufolge in einer normativen Sicht, daß unternehmerische Entscheidungen an dem Interesse der Anteilseigner nach Maximierung ihres Vermögens auszurichten sind und daß das Ziel der Unternehmenswertsteigerung ein Kriterium für die Anteilseigner ist, nach dem die Unternehmensführung zu beurteilen ist. Rappaport, der 'geistige Vater' des Ansatzes, faßt dies folgendermaßen zusammen:

„... the primary responsibility of management is to maximize shareholder's total return via dividends and increases in the market price on the company's shares around.“<sup>143</sup>

Dieser Aussage liegt jedoch die Annahme zugrunde, daß alle Anleger nur aus einem Motiv Aktien kaufen, nämlich um ihr Vermögen zu steigern und daß sie dieser Vermögenssteigerung einen gleichen Wert zuschreiben:

„Managers do not need to know anything about the personal tastes of their shareholders and should not consult their own tastes. Their task is to maximize net present value. If they succeed, they can rest assured that they have acted in the best interests of their shareholders.“<sup>144</sup>

Ähnliche Ansätze finden sich auch in deutschsprachigen Veröffentlichungen.<sup>145</sup> In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur ist der Begriff des Shareholder Value ab Ende der 70er Jahre insbesondere durch Fruhan<sup>146</sup> und Rappaport<sup>147</sup> geprägt worden. Eine über die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion hinausgehende Bedeutung erfuhr das Shareholder Value-Konzept in den USA allerdings erst gegen Ende der 80er Jahre, als die Zahl feindlicher Übernahmen und damit die Furcht der Unternehmen vor den ‚corporate raiders‘ anstieg: Die Angst vor Unternehmensaufkäufen zwang das Management, die einzelnen Geschäftseinheiten auf ihre Wertbeiträge zu untersuchen. So sollte für das Gesamtunternehmen durch ein positives Verhältnis von Markt- zu Buchwert der Börsenwert erhöht und damit der Anreiz einer feindlichen Übernahme reduziert werden.<sup>148</sup>

---

<sup>143</sup> Rappaport, Alfred: *Creating Shareholder Value: the new standard for business performance*, New York 1986, S. 1.

<sup>144</sup> Brealy, Richard A.; Myers, Stewart C.: *Principles of Corporate Finance*, 4. Aufl., New York 1991, S. 22.

<sup>145</sup> „Oberstes Ziel ist es, den Kurswert der Aktien und damit das Aktionärsvermögen (Shareholder-Value) zu maximieren. Hierzu muß das Unternehmen eine Rendite erwirtschaften, die mindestens dem risikofreien Marktzins zuzüglich eines individuellen Risikozuschlages entspricht.“ Amely, Tobias: *Shareholder-Value als strategisches Steuerungsinstrument?*, in: *Sparkasse*, 114. Jg. (1997), Nr. 6, S. 277.

<sup>146</sup> Vgl. Fruhan, W.E.: *Financial strategy: studies in the creation, transfer, and destruction of Shareholder Value*, Homewood 1979.

<sup>147</sup> Vgl. Rappaport, Alfred: *Creating Shareholder Value: the new standard for business performance*, a.a.O.

<sup>148</sup> Vgl. Höfner, Klaus; Pohl, Andreas: *Wer sind die Werterzeuger, wer die Wertvernichter im Portfolio?*, in: *Harvard Business Manager*, 15. Jg. (1993), Nr. 1, S. 51.

Der Ansatz fand seine Rezeption in der deutschsprachigen Literatur insbesondere durch Gomez<sup>149</sup> und Bühner<sup>150</sup> ab Beginn der 90er Jahre. Sein US-amerikanischer Ursprung ist jedoch vor allem mit den spezifischen Kapitalmarktbedingungen insbesondere im angelsächsischen Wirtschaftsraum begründbar, wo durch einen vergleichsweise hohen Kapitalmarktdruck traditionell „eine Anpassung der Controlling-instrumente an die Anforderungen des Shareholder-Value“<sup>151</sup> notwendig ist: Der Eigenkapitalfinanzierung über die Börse kommt eine wesentliche höhere Bedeutung zu als in Deutschland, wo die Börsenkapitalisierung im internationalen Vergleich relativ gering ist.<sup>152</sup> Die Ursachen hierfür liegen nach Leopold in der hierzulande hohen Besteuerung, den hohen Sozialkosten (die zu einer Umlenkung der erwirtschafteten Selbstfinanzierung in Pensionsrückstellungen führte), der hohen Kreditbereitschaft der Banken, der geringen Risikobereitschaft der Kapitalanleger<sup>153</sup> und dem „Fehlen von leistungsfähigen Märkten für die Gewinnung von externem Fremdkapital.“<sup>154</sup> Hinzu kommt die im angelsächsischen Raum weniger konzentrierte Eigentümerstruktur der Aktiengesellschaften sowie ein stärkeres Anlagevolumina von institutionellen Investoren.<sup>155</sup> Während jedoch nach Speckbacher in den USA seit ungefähr Mitte der 90er Jahre zunehmend akzeptiert wurde, daß zwischen der Wertsteigerung eines Unternehmens und der Berücksichtigung der Interessen weiterer Gruppen – also nicht nur der Aktionäre – ein positiver Zusammenhang besteht<sup>156</sup>, gewann in Deutschland das auch als „marktwertorientierte Unternehmensführung“<sup>157</sup> bezeichnete Shareholder Value-Konzept zunehmend an Gewicht. Nach Mülbart beispielsweise war der Begriff des Shareholder Value „das Modewort der Hauptversammlungssaison 1996“<sup>158</sup>.

Der Grund dafür, daß sich die Unternehmenspolitik zunehmend am Shareholder Value ausrichtet, liegt insbesondere in der wachsenden Bedeutung institutioneller

<sup>149</sup> Vgl. Gomez, Peter: Wertorientierte Strategieplanung, in: Der Schweizer Treuhänder, 64. Jg. (1990), Nr. 11, S. 557-562.

<sup>150</sup> Vgl. Bühner, Rolf: Cash-Flow und Shareholder Value, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 43. Jg. (1991), Nr. 3, S. 187-208.

<sup>151</sup> Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.: Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 48. Jg. (1996), Nr. 6, S. 543.

<sup>152</sup> Vgl. ebenda.

<sup>153</sup> Vgl. Leopold, Günter: Gewinnung von externem Eigenkapital für nicht börsenorientierte Unternehmen, in: Gebhardt, Günther; Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements. Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 346.

<sup>154</sup> Ebenda.

<sup>155</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., a.a.O., S. 543.

<sup>156</sup> Vgl. Speckbacher, Gerhard: Standpunkt: Ist der Stakeholder Ansatz ein Konzept für Moralisten? Zur Interdependenz von Wertschaffung und Wertverteilung, in: Finanzmarkt und Portfolio Management, 11. Jg. (1997), Nr. 3, S. 347.

<sup>157</sup> Bühner, Rolf: Shareholder Value, in: Der Betriebswirt, 53. Jg. (1993), Nr. 6, S. 749.

<sup>158</sup> Vgl. Mülbart, Peter: Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 26. Jg. (1997), Nr. 2, S. 129.

in- und ausländischer Investoren,<sup>159</sup> deren kaufentscheidendes Kriterium der Shareholder Value ist.<sup>160</sup> Auch deutsche Unternehmen sind zwischenzeitlich verstärkt zu einer Finanzierung an den internationalen Kapitalmärkten gezwungen: Angesichts der knappen Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen<sup>161</sup>, die dem mit der Wiedervereinigung, der Realisierung des europäischen Binnenmarktes und der Öffnung der osteuropäischen Märkte erhöhten Investitions- und Finanzierungsbedarf nicht mehr gerecht wurde<sup>162</sup>, nahm seit Beginn der achtziger Jahre „die Attraktivität der Aktie als Finanzierungsinstrument“<sup>163</sup> zu. Diese steigt mit einer Höherbewertung der Aktien, denn ein gestiegener Aktienkurs bedeutet für das Unternehmen im Fall einer Kapitalerhöhung ein höheres Aufgeld auf den Nominalwert und damit eine maximale Höhe neu zufließender Mittel.<sup>164</sup> Er erleichtert aber auch die Kapitalbeschaffung bei der Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen und verbilligt die Übernahme anderer Unternehmen, sofern sie anstelle von liquiden Mitteln mit Aktien bezahlt wird.<sup>165</sup> Daß die Aktie als Instrument der Unternehmensfinanzierung immer attraktiver wird, zeigt sich auch an der zunehmenden Bedeutung der Eigen gegenüber der Fremdfinanzierung: Von 1980 bis 1990 stieg in Deutschland der Anteil der Aktien an der gesamten Außenfinanzierung beispielsweise im produzierenden Gewerbe von 17 auf 26%. Gleichzeitig ist ein Rückgang der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten zu konstatieren: Von 1978 bis 1989 gingen diese bei Großunternehmen von 13,7% auf 7,6% der Gesamtverbindlichkeiten zurück.<sup>166</sup> Eine besondere Bedeutung kommt den anglo-amerikanischen Börsenplätzen zu, die rund 43% der gesamten Börsenkapitalisierung auf sich vereinigen<sup>167</sup> und deren Anleger im Vergleich zu Deutschland ihre Kaufentscheidung traditionell immer noch stärker vom Shareholder Value abhängig machen. Darüber hinaus führt die Liberalisierung des Kapitalmarktes in Europa und dessen zunehmende Bedeutung als „Institution der Unternehmenskontrolle“<sup>168</sup> zu einer stärkeren Ausrichtung der Unternehmenspolitik auf den Unternehmenswert im Sinne des Shareholder Value-Konzeptes.

---

<sup>159</sup> Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V., a.a.O., S. 543.

<sup>160</sup> Eine Untersuchung von 75 institutionellen Anlegern ergab, daß der Shareholder Value für 94% das zentrale Anlagekriterium darstellt. Vgl. Nölting, Andreas: Unter Wert verkauft, in: Manager Magazin, 28. Jg. (1998), Nr. 4, S. 178.

<sup>161</sup> Vgl. Drukarczyk, Jochen: Finanzierung, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 3, Stuttgart 1994, S. 344.

<sup>162</sup> Vgl. Günther, Thomas; Otterbein, Simone: Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66. Jg. (1996), Nr. 4, S. 391.

<sup>163</sup> Ebenda.

<sup>164</sup> Vgl. Drukarczyk, Jochen: Finanzierung, a.a.O., S. 344.

<sup>165</sup> Vgl. Kühner, Max: Die Pflege der Beziehungen zu den Aktionären, in: Arbeitskreis Unternehmensfinanzierung (Hrsg.): Finanzstrategie der Unternehmung. Beziehungen zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer, Nürnberg 1971, S. 78.

<sup>166</sup> Vgl. Schmid, Frank A.: Banken, Aktionärsstruktur und Unternehmenssteuerung (Teil I), in: Kredit und Kapital, 29. Jg. (1996), Nr. 3, S. 411.

<sup>167</sup> Vgl. Bühner, Rolf: Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 25. Jg. (1996), Nr. 7, S. 334.

<sup>168</sup> Bühner, Rolf: Shareholder Value, a.a.O., S. 749.

Die Untersuchungen zur praktischen Bedeutung des Shareholder Values in Deutschland ergeben ein diffuses Bild: Zwar „sehen Manager westdeutscher Aktiengesellschaften ihren größten Handlungsbedarf bis zum Jahr 2000 in der Erhöhung des Shareholder Value“<sup>169</sup>. Dennoch betrachten nur 3% der 70 größten Unternehmen in Deutschland den Shareholder Value als das zentrale Entscheidungskriterium<sup>170</sup>, was wohl auch damit erklärt werden kann, daß diese „von einem konkreten Shareholder-Value-Konzept ... weit entfernt“<sup>171</sup> sind. Dies kann als Hinweis auf erschwerte Adaptionsmöglichkeiten des Konzeptes in Deutschland gewertet werden, die im weiteren Verlauf der Arbeit noch zu thematisieren sind.

### 2.3.2. Berechnung und Ableitung von Strategien

Das Shareholder Value-Konzept wird als ein Instrument dargestellt, um Diversifikations-, Wachstums- oder Desinvestitionsstrategien im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung zu beurteilen.<sup>172</sup> Er ist der Theorie der Unternehmensfinanzierung zuzuordnen, da „spezifische Verfahren der Unternehmenswertermittlung verwendet werden.“<sup>173</sup> Da in der Literatur zahlreiche unterschiedliche Vorgehensweisen zur Ermittlung des Shareholder Values diskutiert werden<sup>174</sup>, soll hier lediglich ein Gerüst zur Erklärung der zugrundeliegenden Ideen beschrieben werden. Dem Konzept liegt die bereits beschriebene DCF-Methode zugrunde, wobei in der Praxis der Unternehmensbewertung der sogenannte Free Cash Flow dominiert. Er wird definiert

„als der den Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehende Finanzmittelüberschuß nach Steuern und (Des-) Investitionen“<sup>175</sup>

Zentrales Rechenelement für die Ermittlung des Unternehmenswertes ist also nicht der buchhalterische, sondern der ökonomische Gewinn eines Investitionsprojektes in Form des Überschusses zwischen den Zahlungsein- und ausgängen<sup>176</sup>. Die Einkommensüberschüsse einer zukünftigen Planungsperiode werden mit einem angenommenen Kapitalkostensatz zu einem Barwert abdiskontiert. Der Planungshorizont

---

<sup>169</sup> Baden, Kay: Alternative Ansätze zur Performance-Messung von Unternehmen, in: Höfner, Klaus; Pohl, Andreas (Hrsg.): Wertsteigerungsmanagement, Frankfurt/Main; New York 1994, S. 116.

<sup>170</sup> Vgl. Baden, Kay: Zum Wohl der Aktionäre, in: Manager Magazin, 26. Jg. (1996), Nr. 4, S. 155.

<sup>171</sup> Ebenda.

<sup>172</sup> Vgl. Bühner, Rolf: Shareholder Value, a.a.O..

<sup>173</sup> Lammerskitten, Mark; Langenbach, Wilim; Wertz, Boris: Operationalisierungsprobleme des Shareholder Value-Ansatzes, in: Zeitschrift für Planung, Band 8 (1997), Nr. 3, S. 223.

<sup>174</sup> Vgl. hierzu die Darstellung unterschiedlicher Methoden der Berechnung bei Bischoff, Jörg: Das Shareholder Value-Konzept, Wiesbaden 1994, S. 83ff. und Raster, Max, a.a.O., S. 41ff.

<sup>175</sup> Scott, Comelia: Von der Gewinnmaximierung zur Marktwertmaximierung, in: Bilanz & Buchhaltung, o. Jg. (1998), Nr. 2, S. 64.

<sup>176</sup> Dies bedeutet, daß in die Berechnung neben dem pagatorischen Gewinn auch die Abschreibungen und Rückstellungen einer Periode einbezogen werden.



der in die Berechnung einbezogenen Jahre ist dabei unternehmensspezifisch zu wählen und hängt insbesondere von den übrigen strategischen Maßnahmen ab.<sup>177</sup> Die Einkommensüberschüsse nach dieser Planungsperiode werden ebenfalls abdiskontiert und ergeben den Restwert des Projekts. Aus Addition von Barwert und Restwert (dieser stellt oftmals den größten Teil des Unternehmenswertes dar<sup>178</sup>) ergibt sich der Unternehmenswert.<sup>179</sup> Die Kapitalkosten sind hierbei von den Erwartungen der Kapitalgeber abgeleitet und berechnen sich aus dem gewogenen Mittel der Eigen- und Fremdkapitalkosten. Der Shareholder Value wird errechnet, indem von der Summe der antizipierten abdiskontierten Cash Flows der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen wird.<sup>180</sup> Eine Maßnahme ist dann positiv zu bewerten, wenn die Barwertsumme der Cash Flows positiv ist.

Für die Fragestellung der vorliegenden Arbeit liegt der Nutzen des Ansatzes jedoch weniger in der geschilderten Vorgehensweise zur Berechnung des Shareholder Values. Wesentlich bedeutsamer ist das dem Ansatz zugrunde liegende Gedankengerüst über Wirkungszusammenhänge zwischen einzelnen Maßnahmen und dem Shareholder Value – war es bei den in den vorangegangenen Abschnitten thematisierten Methoden doch gerade das Fehlen von eindeutigen Wirkungszusammenhängen, die sie für die Beurteilung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ungeeignet erschienen ließen: Nach dem Shareholder Value-Konzept wird hingegen in einem zweiten Schritt eine wertorientierte Analyse des Unternehmens und einzelner Geschäftseinheiten vorgenommen<sup>181</sup>, indem der kalkulatorische Mindestgewinnbedarf mit dem Gewinn vergangener Perioden sowie dem geplanten Gewinn künftiger Perioden verglichen wird. Auf der Grundlage von Prognosewerten wird der Einfluß unterschiedlicher Strategien auf den Shareholder Value einer Geschäftseinheit ermittelt.<sup>182</sup> Die Unternehmensgesamtstrategie ist dann optimal, wenn durch

---

<sup>177</sup> Vgl. Buchner, Robert: Zum Shareholder-Value-Ansatz, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 23. Jg. (1994), Nr. 10, S. 513. Über die Dauer der expliziten Planungsperiode besteht in der Literatur jedoch weitgehend Uneinigkeit. Copeland/Koller/Murrin gehen von einem Planungshorizont von mindestens 7 Jahren aus, Lewis empfiehlt einen Planungshorizont von 40 Jahren. Ein plausibles Beispiel gibt Gomez, der für die Computer Software Branche einen Planungshorizont von 2 Jahren, für die Papier- oder Zementindustrie hingegen von 10 Jahren postuliert. Vgl. Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack: Valuation: Measuring and managing the value of companies, 2. Aufl., New York 1994, S. 292; Lewis, Thomas G.: Steigerung des Unternehmenswertes: Total-Value-Management, 2. Aufl., Landsberg/Lech 1995, S. 109ff. und Gomez, Peter: Shareholder Value, in: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1723.

<sup>178</sup> Vgl. Unzeitig, Eduard; Köthner, Dietmar: Shareholder Value Analyse, Stuttgart 1995, S. 129.

<sup>179</sup> Vgl. Bühner, Rolf; Weinberger, Hans-Joachim: Cash-Flow und Shareholder Value, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 43. Jg. (1991), Nr. 3, S. 192f.

<sup>180</sup> Vgl. Buchner, Robert, a.a.O., S. 513.

<sup>181</sup> Vgl. Rappaport, Alfred: Shareholder Value: Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Stuttgart 1995, S. 11.

<sup>182</sup> Vgl. Rappaport, Alfred: Selecting strategies that create shareholder value, in: Harvard Business Review, 59. Jg. (1981), Nr. 3, S. 141 und Becker, Gernot B.: Shareholder Value Analysis als Instrument der strategischen Planung, in: Das Wirtschaftsstudium, 24. Jg. (1995), Nr. 2, S. 122f.

Investitionen oder Desinvestitionen die Eigenkapitalrendite des Unternehmens nicht mehr verbessert werden kann und die erwirtschafteten Finanzmittel den benötigten Finanzmitteln entsprechen.<sup>183</sup> Eine derartige am Shareholder Value orientierte Analyse liefert nach *Rappaport* gegenüber den klassischen Renditekennzahlen, wie sie aus dem Rechnungswesen bekannt sind (wie beispielsweise dem Gewinn pro Aktie), folgende zusätzliche Informationen:<sup>184</sup>

- Wertschaffende und wertvernichtende Geschäftseinheiten können identifiziert werden.
- Die Unternehmensstrategie kann dahingehend überprüft werden, ob sie das Vermögen der Aktionäre steigert.
- Alternative Unternehmensstrategien können anhand des Shareholder Values überprüft werden.

Für diese Analyse kommt den Begriffen „Wertgenerator“ und „Nutzenpotential“ eine zentrale Bedeutung zu:

1. Wertgeneratoren: Zu ihnen zählen das Umsatzwachstum, die Umsatzrentabilität, (Des-)Investitionen, Kapitalkosten und Steuern.<sup>185</sup> Diese Wertgeneratoren ermöglichen es, Aussagen über die Auswirkungen von strategischen Maßnahmen zu treffen und erlauben Rückschlüsse auf die Entwicklung des Unternehmenswertes,<sup>186</sup> der durch das gezielte Management dieser Größen verbessert werden kann.

2. Nutzenpotentiale: Dies „sind in der Umwelt, im Markt oder im Unternehmen selbst latent oder effektiv vorhandene Konstellationen, deren Erschließung dem Unternehmen neue Möglichkeiten eröffnen“<sup>187</sup>. Beispiele für externe Nutzenpotentiale sind das Markt-, das Finanz- und das Technologiepotential, für interne Nutzenpotentiale das Kostensenkungspotential, das organisatorische Potential und das Imagepotential. Das Humanpotential stellt sowohl ein externes als auch ein internes Nutzenpotential dar.<sup>188</sup>

Eine für die Fragestellung der Arbeit entscheidende Bedeutung liegt in dem Zusammenspiel zwischen den Wertgeneratoren und den Nutzenpotentialen: Denn durch Maßnahmen im Bereich der Nutzenpotentiale können die Wertgeneratoren beeinflusst werden – mit dem Ziel, den Shareholder Value des Unternehmens zu erhöhen: Dies geschieht einerseits, um in zukünftigen Perioden höhere Cash Flows und Restwerte erwirtschaften zu können und andererseits, um durch eine optimale Finanzierungsgestaltung niedrige Diskontierungssätze ansetzen zu können. Die

<sup>183</sup> Vgl. Becker, Gernot B., a.a.O., S. 124.

<sup>184</sup> Vgl. Rappaport, Alfred: *Selecting Strategies that create shareholder Value*, a.a.O., S. 139.

<sup>185</sup> Vgl. Unzeitig, Eduard; Köthner, Dietmar, a.a.O., S. 118 und Gomez, Peter: *Shareholder Value*, a.a.O., Sp. 1727f.

<sup>186</sup> Vgl. Unzeitig, Eduard; Köthner, Dietmar, a.a.O., S. 115.

<sup>187</sup> Gomez, Peter: *Wertmanagement*, Düsseldorf/Wien/New York/Moskau 1993, S. 71.

<sup>188</sup> Vgl. ebenda, S. 71ff.

nachfolgende Abbildung zeigt für das Beispiel des Nutzenpotentials „Mitarbeiter“ mögliche Strategien zur Wertgenerierung:

**Abbildung 2:**  
**Unternehmensstrategien am Beispiel des Nutzenpotentials**  
**„Mitarbeiter“**

<b>Wertgenerator</b>	<b>Mögliche Strategien</b>
<b>Umsatzwachstum</b>	Anreize Ausbildung Neuer Verkäufertyp Personalverlagerung
<b>Umsatzrentabilität</b>	Flexible Arbeitsformen Schulung Öffnungszeiten Quality Circles
<b>(Des-)Investitionen</b>	Outsourcing Strategische Personalreserven
<b>Kapitalkosten</b>	Finanzspezialisten
<b>Steuern</b>	Steuerberater

*Quelle: Eigene Erstellung in Anlehnung an Gomez, Peter: Wertmanagement, Düsseldorf/Wien/New York/Moskau 1993, S. 71 und ders.: Shareholder Value, in: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1727f.*

Anreize sind also ein Beispiel für eine mögliche Strategie in bezug auf den Wertgenerator „Umsatzwachstum“. Im folgenden Abschnitt soll deshalb das Shareholder Value-Konzept kritisch beleuchtet und anschließend überprüft werden, ob die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als eine mögliche Strategie im Bereich des Nutzenpotentials ‘Mitarbeiter’ Auswirkungen auf die Entwicklung der Wertgeneratoren haben kann und welcher Art diese sind.

### 2.3.3. Kritik am Shareholder Value-Konzept

Daß das Shareholder Value-Konzept hier kritisiert wird, anschließend aber als Instrumentarium verwendet werden soll, mag zunächst widersprüchlich erscheinen: Warum wird das Konzept in dieser Arbeit überhaupt als Kriterium herangezogen, wenn es ein derartiges Maß an Kritik auf sich zieht?

Erstens ist das Shareholder Value-Konzept – wie bereits thematisiert wurde - insbesondere im angelsächsischen Raum, aber zunehmend auch in Deutschland ein entscheidendes Kriterium zur Bewertung der Unternehmensführung. Dieser Tatsache sollte sich die Wissenschaft trotz der zum Teil fundamentalen Kritik nicht verschließen. Auch wenn sich nach Ansicht des Verfassers kein Unternehmen dogma-

tisch an dem Shareholder Value-Konzept orientieren sollte, liefert die Konstruktion des Konzeptes dennoch ein wertvolles Gedankengerüst zur Bewertung von strategischen Maßnahmen insbesondere im Personalbereich.

Die Kritik am Shareholder Value-Konzept soll in Anlehnung an *Speckbacher* auf zwei Ebenen erfolgen: Erstens auf einer methodischen, die die Realisierbarkeit der verschiedenen Konzepte, „die im wesentlichen auf Techniken der kapitalmarkt-orientierten, dynamischen Investitionsrechnung basieren“<sup>189</sup>, in Frage stellt. Zweitens auf einer normativen, die sich mit dem systemimmanenten Zielmonismus auseinandersetzt, wonach „sich das Management einer Unternehmung ausschließlich an den finanzwirtschaftlichen Zielen der Eigentümer, also der Shareholder, zu orientieren hat.“<sup>190</sup>

### 2.3.3.1. Kritik an den methodischen Grundlagen

#### 2.3.3.1.1. Annahme homogener Aktionärsinteressen

Nach dem Shareholder Value-Konzept wird das finanzielle Interesse der Anteilseigner - im Falle einer Aktiengesellschaft also der Aktionäre - in den Mittelpunkt der Unternehmensführung gestellt:

„The goal of any firm should be a financial one, namely the maximization of the owners´ (or the common shareholders´) wealth. (...) Shareholder wealth is nothing more than the market value of a firm´s common stock.“<sup>191</sup>

In Abweichung von dieser finanzwirtschaftlichen Begriffsdefinition beschreibt der Shareholder Value hingegen nach *Gaugler*

„den Wert, den ein Investor seinem Aktienanteil an einem Unternehmen beimißt.“<sup>192</sup>

Hier wird der Shareholder Value also nicht dem durch die Börse quantifizierbaren Kurswertvermögen gleichgesetzt, sondern er ergibt sich viel eher aus einer individuellen Wertbeimessung der Aktionäre. Eine ähnliche Sichtweise vertritt beispielsweise *Hu*, der die Forderung aufstellt, dem Begriff „shareholder wealth maximization“ den Begriff eines „intrinsic value“<sup>193</sup> einer Kapitalanlage beizuordnen. Er begründet dies damit, daß der Wert einer Aktienanlage für den Aktionär nicht nur von dem quantifizierbaren Börsenkurs abhängt, sondern auch davon, ob andere mit

<sup>189</sup> Speckbacher, Gerhard: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, in: *Der Betriebswirt*, 57. Jg. (1997), Nr. 5, S. 630.

<sup>190</sup> Ebenda, S. 630.

<sup>191</sup> Melicher, Ronald W.; Welshans, Merle T.; Norton, Edgar A.: *Finance. Introduction to Institutions, Investments, and Management*. 9. Aufl., Cincinnati 1997, S. 404f.

<sup>192</sup> Vgl. *Gaugler*, Eduard: Shareholder Value und Personalmanagement, in: *Personal*, 49. Jg. (1997), Nr. 4, S. 168.

<sup>193</sup> Hu, Henry T.C.: Behind the Corporate Hedge: Information and the Limits of „Shareholder Wealth Maximization“, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 9. Jg. (1996), Nr. 3, S. 51.

der Anlage verbundene individuelle Erwartungen erfüllt werden.<sup>194</sup> Sowohl *Gaugler* als auch *Hu* gehen also davon aus, daß der Wert des Aktienanteils eben keine objektiv bestimmbare Größe darstellt, sondern von den subjektiven Zuschreibungen der Aktionäre abhängig ist.

Somit unterscheidet sich diese Auffassung grundlegend von der Finanzierungstheorie, die den Begriff ausschließlich Marktdaten wie Börsennotierungen und Dividendenzahlungen – die leicht quantifizierbar sind – gleichsetzt.<sup>195</sup> Dies ermöglicht zwar eine bessere Operationalisierbarkeit, kann aber der beschriebenen Komplexität dessen, was für den einzelnen Anleger den Wert seiner Aktie tatsächlich bestimmt, nicht gerecht werden: Die Aktionäre eines Unternehmens sind nicht homogen, sondern eine heterogene Gruppe, deren Mitglieder mit der Investition – wie zu zeigen sein wird – unterschiedliche, teilweise sogar entgegengesetzte Ziele verfolgen. Ein Blick auf die Aktionärsstruktur in Deutschland und die teilweise sehr heterogenen Interessenslagen der Anteilseigner gibt Aufschluß darüber, ob der einer Aktienbeteiligung zugemessene Wert tatsächlich nur von finanzwirtschaftlichen Größen abhängig ist und somit objektiv bestimmt werden kann. Der Anteilsbesitz der 500 größten deutschen Unternehmen verteilte sich 1992 folgendermaßen<sup>196</sup>:

- Personen/Familien (Streubesitz) 18,9%
- Nicht-Finanzunternehmen 47,8%
- Unternehmen des Finanzsektors 24,2%
- Staat 9,1%

Die Entwicklung der Eigentümerstruktur in Deutschland ist dadurch gekennzeichnet, daß der Anteil des Aktienbesitzes von Unternehmen gegenüber dem privater Haushalte zunimmt, wobei „der wachsende Aktienbesitz der Unternehmen ... Ausdruck einer dichter werdenden Verflechtung“<sup>197</sup> zwischen den Unternehmen ist. Außerdem ist ein verstärktes Engagement ausländischer institutioneller Anleger, insbesondere Investmentfonds, in Anteilen inländischer Publikumsgesellschaften beobachtbar.<sup>198</sup> Wie zu zeigen sein wird, verfolgen die genannten vier Eigentümergruppen mit ihrer Anlage jeweils unterschiedliche Ziele, die für sie den Wert der Anlage bestimmen. Dem könnte nun entgegengehalten werden, daß es nach der kapitalmarkt-orientierten Finanzierungstheorie für zukünftige Zahlungen unproblematisch ist, wenn die Eigentümer konfliktäre Zielvorstellungen haben, solange ein perfekter Kapitalmarkt und feste Marktpreise vorhanden sind.<sup>199</sup> Nach *Speckbacher* erfüllt aber „kein realer Kapitalmarkt die Voraussetzungen eines perfekten Marktes“, des-

---

<sup>194</sup> Vgl. ebenda, S. 48f.

<sup>195</sup> Siehe hierzu beispielsweise Amely, Tobias, a. a. O., S. 277.

<sup>196</sup> Vgl. Windolf, Paul; Beyer, Jürgen: Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, 47. Jg. (1995), Nr. 1, S. 8.

<sup>197</sup> Windolf, Paul: Die neuen Eigentümer, in: Zeitschrift für Soziologie, 23. Jg. (1994), Nr. 2, S. 86.

<sup>198</sup> Vgl. Baums, Theodor; Frauen, Christian: Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg. (1995), Nr. 3, S. 97.

<sup>199</sup> Vgl. Speckbacher, Gerhard: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, a. a. O., S. 631.

halb „ist unter realistischen Bedingungen davon auszugehen, daß Konflikte zwischen den Anteilseignern darüber bestehen, welche Investitionsmaßnahmen durchgeführt werden sollen.“<sup>200</sup> Auch jene die finanzwirtschaftliche Literatur prägende Auffassung, wonach das Ziel der Anteilseigner „die Maximierung des erwarteten Nutzens der zumeist unsicheren künftigen Konsumausgaben“<sup>201</sup> sei, kann einer genaueren Betrachtung der unterschiedlichen Interessen nicht standhalten, da - wie zu zeigen sein wird - Konsumausgaben nur ein mögliches Interesse im Spektrum der Gesamtinteressen der unterschiedlichen Aktionärsgruppen darstellen. Aktionäre „sind keine homogene Gruppe“<sup>202</sup>, obwohl die Zielsetzung der Gewinnmaximierung durchaus *ein* gemeinsames Interesse innerhalb des heterogenen Interessenspektrums darstellen kann.

Kleinanleger sehen „die Geldvermögensbildung in Aktien im wesentlichen als Finanz- oder Spekulationsanlage“.<sup>203</sup> Der Rentabilität in Form einer Dividendenrendite und eines Wertzuwachses, der Liquidierbarkeit sowie der Gewinnerzielung werden eine hohe Bedeutung beigemessen<sup>204</sup>, das Sicherheitsziel hingegen verliert im Vergleich zu anderen Anlageformen „erheblich an Bedeutung“<sup>205</sup>. Obwohl sich für diese Gruppe das Interesse an der Aktie auf die genannten Zielsetzungen konzentriert, wird auch bei Zielerreichung kein einheitlicher Wert beigemessen, da diese Ziele und deren Wertigkeit durch den Anleger „je nach steuerlicher Belastung, Risikoneigung und anderen persönlichen Motiven“<sup>206</sup> unterschiedlich gewichtet werden. Dies bedeutet: Absolute Geldbeträge sind mit individuellen Wertbeimessungen verbunden. Die Anleger haben nicht nur unterschiedliche Risikopräferenzen hinsichtlich künftiger Einkommensströme, sondern auch unterschiedliche Zeitpräferenzen der für sie optimalen Konsumströme.<sup>207</sup>

Neben dem Recht, an den Erträgen des Unternehmen teilzuhaben, sieht die Aktienbeteiligung - mit Ausnahme der stimmrechtslosen Vorzugsaktien - auch vor, an Entscheidungen beteiligt zu werden. Doch obwohl nach *Graf von Lambsdorff* „das Stimmrecht das wichtigste Eigentumsrecht des Aktionärs“<sup>208</sup> ist, ist es für die Kleinkaktionäre offensichtlich nicht attraktiv, durch die Ausübung des Stimmrechts auf der Hauptversammlung Einfluß auf die Unternehmensführung zu nehmen - dies ist zu

---

<sup>200</sup> Ebenda, S. 631f.

<sup>201</sup> Swoboda, Peter: Betriebliche Finanzierung, 2. Aufl., Heidelberg 1991, S. 6.

<sup>202</sup> Grupp, Alexander: Börseneintritt und Börsenaustritt: Individuelle und institutionelle Interessen, Diss. Hohenheim 1995, S. 53.

<sup>203</sup> Iber, Bernhard: Entwicklung der Aktionärsstruktur börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften, Kiel 1987, S. 60.

<sup>204</sup> Vgl. Link, Rainer: Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, Wiesbaden 1991, S. 88.

<sup>205</sup> Ebenda.

<sup>206</sup> Iber, Bernhard, a.a.O., S. 60.

<sup>207</sup> Vgl. Flassak, Hansjörg: Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts. Bergisch Gladbach/Köln 1995, S. 52.

<sup>208</sup> Graf von Lambsdorff, Otto: Für eine lebendige Aktionärsdemokratie, in: Das Wertpapier, 34. Jg. (1986), Nr. 24, S. 1226. (S. 1221-1229)

aufwendig, zu teuer und „bringt ihnen normalerweise auch nur wenig ein“<sup>209</sup>. Die Stimmrechtsausübung wird deshalb zumeist entweder über das Depotstimmrecht auf die Banken übertragen oder überhaupt nicht wahrgenommen. Gegen nachteilig erscheinende Beschlüsse können die zumeist untereinander nicht organisierten Kleinaktionäre lediglich über den Weg der Anfechtungsklage individualrechtlich vorgehen.<sup>210</sup> Der Kleinaktionär ist in der Realität also lediglich ein Investor, der „seiner Meinung über das Management und über das Ertragspotential des Unternehmens nur durch den Kauf oder Verkauf von Kapitalanlagen Ausdruck verleiht“<sup>211</sup>. Durch diese ‚Abstimmung mit den Füßen‘ bereitet er dem Management aber im Falle eines Verkaufs „in der Regel keine schlaflosen Nächte“<sup>212</sup>, da es sich eben zumeist nicht um namhafte Aktienpositionen handelt. Dementsprechend messen Unternehmen dieser Aktionärsgruppe und ihrer Interessen im Vergleich zu anderen Anlegern auch nur eine untergeordnete Bedeutung zu: Eine 1996 im Rahmen der Investor-Relations-Forschung veröffentlichte Untersuchung ergab, daß die befragten Unternehmen die Bedeutung der Privatanleger auf einer Skala von 1 (sehr große Bedeutung) bis 5 (unbedeutend) im Durchschnitt mit nur 2,52 bewerteten<sup>213</sup>; eine – wie zu zeigen sein wird – gegenüber anderen Anlegergruppen nur geringe Bedeutungszumessung.

Großaktionäre streben durch ihre Vermögensbeteiligung zwar durchaus ebenfalls eine langfristige Gewinnmaximierung an<sup>214</sup>, dieses Ziel hat jedoch eine insgesamt untergeordnete Bedeutung: Der Kapitalanteil wird nicht ausschließlich als Finanzanlage, sondern insbesondere auch als Mittel „zu möglichst weitgehender Einflußnahme auf die Geschäftsführung“<sup>215</sup> betrachtet. Um ihre „Verwaltungs-, Sicherheits-, Gewinn-, Informations- und Kontrollinteressen optimal realisieren zu können“<sup>216</sup>, möchten sie deshalb auch im Vorstand und Aufsichtsrat vertreten sein. Im Gegensatz zu den Kleinaktionären sind sie jedoch oftmals an einer vergleichsweise niedrigeren Dividende interessiert, da nicht ausgeschüttete Gewinne im Unternehmen und damit in ihrer Einflußsphäre verbleiben.<sup>217</sup> Auch die leichte Liquidierbarkeit der Aktien spielt für diese Anleger eine nur untergeordnete Rolle, da ihre „zum Verkauf stehenden Aktienpakete in der Regel ohnehin außerhalb der Börse den Besitzer wechseln“<sup>218</sup>. Im Einzelnen lassen sich die Interessen der Anleger dieser Gruppe folgendermaßen aufschlüsseln:

---

<sup>209</sup> Grupp, Alexander, a.a.O., S. 50f.

<sup>210</sup> Vgl. ebenda, S. 50.

<sup>211</sup> Ulrich, Peter: Transformation der ökonomischen Vernunft, Fortschrittsperspektiven der modernen Industriegesellschaft, Bern/Stuttgart 1986, S. 377.

<sup>212</sup> Bohnenblust, Peter: Das Management und der unzufriedene Aktionär, in: IO Management Zeitschrift, 58. Jg. (1989), Nr. 2, S. 30.

<sup>213</sup> Vgl. Günther, Thomas; Otterbein, Simone, a.a.O., S. 400ff.

<sup>214</sup> Vgl. Grupp, Alexander, a.a.O., S. 52.

<sup>215</sup> Iber, Bernhard, a.a.O., S. 62.

<sup>216</sup> Grupp, Alexander, a.a.O., S. 52.

<sup>217</sup> Vgl. Iber, Bernhard, a.a.O., S. 62.

<sup>218</sup> Grupp, Alexander, a.a.O., S. 52.

Nicht-Finanzunternehmen legen ihrer Beteiligung in erster Linie ein „strategisches Interesse“<sup>219</sup> zugrunde. Die Bedeutung einer direkten Gewinnerzielung durch den Aktienbesitz rückt gegenüber dem Ziel, durch das Einflußpotential die Marktbeziehungen zu kontrollieren und die eigene Wettbewerbsstellung zu verbessern<sup>220</sup>, in den Hintergrund. Das beobachtbare engmaschige Netz von Kapitalverflechtungen und parallel dazu verlaufenden Personalverflechtungen erleichtern eine Kooperation von eigentlich miteinander konkurrierenden Unternehmen.<sup>221</sup> Unternehmen erwerben darüber hinaus Aktien, die im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung in Spezialfonds gehalten werden.<sup>222</sup> In diesem Fall steht die Sicherheit der Anlage im Vordergrund des Interesses. Rentabilitätsziele sind nur dann von Bedeutung, wenn liquide Mittel am Aktienmarkt angelegt werden, weil keine alternativen rentierlicheren Investitions- bzw. Anlagemöglichkeiten im eigenen Unternehmen vorhanden sind.<sup>223</sup> Tritt die öffentliche Hand als Anleger auf, „werden zusätzlich öffentliche Interessen in die Unternehmenspolitik eingebracht“<sup>224</sup>. Gleichwohl sich dies nur schwer generalisieren läßt, dürfte dem Shareholder Value für diese Anlegergruppe nahezu keine Bedeutung zukommen. Ein Beispiel hierfür ist die 1998 erfolgte Beteiligung des Landes Niedersachsen an der Preussag AG, die vorrangig zum Ziel hatte, Arbeitsplätze zu sichern, und nicht, das Einkommen des Staates zu maximieren.<sup>225</sup>

Finanzunternehmen verbinden mit ihrer Beteiligung hingegen völlig unterschiedliche Zielsetzungen:

**Banken** nehmen aufgrund ihres Beziehungsgeflechtes mit der Aktiengesellschaft mehrere Funktionen wahr: Sie sind als Hausbanken Fremdkapitalgeber, als Aktienbesitzer zugleich aber auch Eigenkapitalgeber des Unternehmens. Sie vertreten die Aktionäre bei der Stimmrechtsausübung, halten aber auch Beziehungen zu konkurrierenden Unternehmen.<sup>226</sup> Die Banken unterstützen das Unternehmen beispielsweise bei der Emission von Aktien und Anleihen, sie sind aber auch auf die Kontinuität der Geschäftsbeziehung angewiesen.<sup>227</sup>

Trotz dieses sehr vielschichtigen Beziehungsgeflechtes läßt sich aus Sicht der Banken ein gemeinsames Interesse identifizieren: Die „Ausweitung des Geschäfts-

---

<sup>219</sup> Windolf, Paul: Die neuen Eigentümer, in: Zeitschrift für Soziologie, 23. Jg. (1994), Nr. 2, S. 83.

<sup>220</sup> Vgl. Iber, Bernhard, a.a.O., S. 63.

<sup>221</sup> Vgl. Windolf, Paul; Beyer, Jürgen, a.a.O., S. 24.

<sup>222</sup> Vgl. Link, Rainer, a.a.O., S. 103.

<sup>223</sup> Vgl. ebenda, S. 104.

<sup>224</sup> Vgl. Iber, Bernhard, a.a.O., S. 63.

<sup>225</sup> Vgl. o.V.: Lower Saxony steps in at Preussag Stahl, in: Financial Times vom 10. Januar 1998, S. 22.

<sup>226</sup> Vgl. Engenhardt, Gerold F.: Die Macht der Banken: politische Positionen zur Neuregelung der gesetzlichen Grundlagen, Wiesbaden 1995, S. 111.

<sup>227</sup> Großunternehmen haben durchschnittlich 19 Bankverbindungen. Die Banken bieten jedoch jeweils relativ vergleichbare Dienstleistungen an und versetzen Großunternehmen bei der Wahl ihres Kreditinstitutes deshalb durchaus in die Lage, in ihrer Geschäftspolitik Schwerpunkte zu setzen. Vgl. ebenda, S. 112.



volumens“ und damit die „Intensivierung der gesamten Geschäftsbeziehung“<sup>228</sup>. Deshalb sind sie insbesondere an der Kontinuität der Unternehmensleitung interessiert und unterstützen das Management „auch bei unbefriedigenden Leistungen“.<sup>229</sup>

Auf Hauptversammlungen erweisen sich die Banken als die dominierende Gruppe: Eine Untersuchung von 24 deutschen Aktiengesellschaften mit mehrheitlichem Streubesitz innerhalb der größten 100 deutschen Unternehmen ergab, daß auf die Banken durchschnittlich 84% der Stimmrechte entfielen, wobei sich 60% aller ausgeübten Stimmen aus Vollmachtstimmrechten der Banken ergaben.<sup>230</sup> Der Einfluß der Banken über den Kapitalbesitz bzw. über dessen Vertretung kann zusätzlich durch personale Verflechtungen über Mandate in den Aufsichtsgremien der Unternehmen abgesichert werden.<sup>231</sup> Das Verhältnis zwischen Bank und Aktiengesellschaft kann somit durchaus als Zustand „mit gegenseitiger Rücksichtnahme auf die Interessen der anderen Partei und mit dem Bedürfnis nach guten Beziehungen charakterisiert werden“<sup>232</sup>. Ein direkter Druck auf den Shareholder Value geht von den Banken also nicht aus – denn die „Interessen der Banken richten sich ... nicht notwendig auf eine, auch Risiken in Kauf nehmende Maximierung des Wertes“<sup>233</sup>.

Inländische und ausländische Investmentfonds nehmen in ihrer Bedeutung als Finanzierungsquelle der Aktiengesellschaften kontinuierlich zu: Bei den Werten, die beispielsweise in den Deutschen Aktienindex (DAX) eingehen, liegt der Anteil der Fonds am gezeichneten Kapital durchschnittlich zwischen 15 und 22,5%. Das in Fonds angelegte Kapital belief sich 1996 auf rund 11,5% des Kurswertes aller deutschen Aktiengesellschaften, 1992 waren es nur 8,4%.<sup>234</sup> Für Investmentfonds steht im Gegensatz zu den Banken die kurzfristige Gewinnmaximierung der Anlage im Vordergrund, da sich die Fondsmanager an der Performance konkurrierender Fondsunternehmen messen lassen müssen.<sup>235</sup> Für diese Investorengruppe hat der Shareholder Value deshalb eine vergleichsweise hohe Bedeutung.<sup>236</sup> Im Unterschied zu den Privatanlegern haben sie bei angespannter Ertragslage des Unternehmens eine höhere Verkaufsneigung und können damit zu einer weiteren Verstärkung des Kursverfalls beitragen. Einen dementsprechend hohen Stellenwert nimmt deshalb die Person des Fondsmanagers aus Sicht des Unternehmens ein: In der bereits genannten Untersuchung im Rahmen der Investor Relations Forschung

---

<sup>228</sup> Ebenda.

<sup>229</sup> Vgl. ebenda.

<sup>230</sup> Vgl. Baums, Theodor; Frauen, Christian, a.a.O., S. 101ff.

<sup>231</sup> Siehe hierzu beispielsweise die Darstellung bei Windolf, Paul, a.a.O., S. 89.

<sup>232</sup> Engenhardt, Gerold F., a.a.O., S. 112.

<sup>233</sup> Baums, Theodor; v. Randow, Philipp: Der Markt für Stimmrechtsvertreter, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg. (1995), Heft 4, S. 150.

<sup>234</sup> Vgl. Mühlbradt, Frank W.; Dirmeier, Stefan: Deutsche Aktien: Präferenzen der Fonds, in: Die Bank, o.Jg. (1997), Nr. 7, S. 400.

<sup>235</sup> Vgl. Link, Rainer, a.a.O., S. 102.

<sup>236</sup> Vgl. Farnleitner, Hannes: Amerikanische Shareholder Value-Strategie versus europäische Marktwirtschaftsphilosophie, in: Reiter, Alfred: Wirtschaftsstandort Österreich, Wien 1997, S. 261.

wurde ihm innerhalb sämtlicher Anlegergruppen mit einem Wert von 1,10 die höchste Bedeutung beigemessen.<sup>237</sup>

Die Beschreibung der unterschiedlichen Aktionärsgruppen und ihrer Zielsetzungen zeigt, daß der Shareholder Value nur subjektiv unterschiedliche Bewertungen der Aktionäre auf der Grundlage von „höchst individuellen Präferenzen“<sup>238</sup> beschreiben kann. Von den genannten Aktionärsgruppen dürfte er lediglich für die Investmentfonds und mit Einschränkungen auch für Kleinanleger von besonderer Bedeutung sein. Letztere übertragen ihr Einflußpotential jedoch oftmals via Depotstimmrecht auf die Banken, für die der Shareholder Value wiederum eine nur untergeordnete Bedeutung hat. Vor diesem Hintergrund ist gerade für den Fall großer Publikumsgesellschaften mit einem breiten Aktienstreubesitz der Shareholder Value ein nur sehr schwer operationalisierbarer Begriff. Die Vielzahl derer, die am Aktienmarkt teilnehmen, handeln weder als homogene Gruppe noch individuell rational gleichgerichtet im neoklassischen Sinne<sup>239</sup>.

Die Beschreibung der unterschiedlichen Anlegerinteressen untermauert also die bereits eingangs dargestellte Sichtweise von *Gaugler* und *Hu*: Den Shareholder Value gibt es nicht, sondern angesichts der „schwachen Einmütigkeit der Anteilseigner“<sup>240</sup> nur endlich viele unterschiedliche Bewertungen und Bewertungsmöglichkeiten des Shareholder Values.

#### 2.3.3.1.2. *Cash Flow als Berechnungsgrundlage*

Die Unterschiede zwischen den Anteilseignern kommen auch bei der Bewertung zukünftiger Zahlungen zum Tragen: Da weder Kapital- noch Gütermärkte perfekt sind<sup>241</sup>, legen die verschiedenen Eigentümer auf der Grundlage ihrer individuellen Zeit- und Risikopräferenzen für die zukünftigen Zahlungsströme unterschiedliche Diskontierungsfaktoren zugrunde.<sup>242</sup> Nach *Milgrom/Roberts* ist deshalb weder hinsichtlich der Beurteilung der Unternehmenspolitik noch hinsichtlich der Zielsetzung einer Steigerung des Unternehmenswertes von einer Einmütigkeit der Anteilseigner

<sup>237</sup> Vgl. Günther, Thomas; Otterbein, Simone, a.a.O., S. 401f.

<sup>238</sup> Vgl. Gaugler, Eduard: Shareholder Value und Personalmanagement, a.a.O., S. 168.

<sup>239</sup> Dies zeigt sich an Kursanomalien, die durch die traditionelle Finanzmarkttheorie nicht erklärt werden können, dennoch ein oftmals systematisches und gleichgerichtetes Fehlverhalten der Anleger darstellen. Ein Beispiel für diese Anomalien ist der sogenannte „Januar-Effekt“, der die Überrenditen von Aktienanlagen im Januar als Folge von steuerlichen Einflüssen beschreibt. Die Tatsache der nicht-fundamentalen Bildung von Aktienkursen führt dazu, daß in neueren finanzwirtschaftlichen Ansätzen (beispielsweise dem Erklärungsansatz des „Noise Trading“) zunehmend versucht wird, auch verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse zur Erklärung von Preisbildung auf Aktienmärkten heranzuziehen. Vgl. Menkhoff, Lukas; Röckemann, Christian: Noise Trading auf Aktienmärkten, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 64. Jg. (1994), Nr. 3, S. 280f.

<sup>240</sup> Speckbacher, Gerhard: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, a.a.O., S. 632.

<sup>241</sup> Vgl. zum Abweichen der Realität vom Modell der vollkommenen Konkurrenz beispielsweise Stiglitz, Joseph E.: Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl., München/Wien 1999, S. 385ff.

<sup>242</sup> Vgl. Speckbacher, Gerhard: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, a.a.O., S. 631.

auszugehen.<sup>243</sup> Damit wird die Sinnhaftigkeit der Cash Flows als Determinante des Shareholder Value in Frage gestellt: Diese lassen sich in der Realität nicht exakt quantifizieren, da der Kapitalmarkt eben nicht *den* eindeutigen Diskontierungsfaktor liefert.

Neben dieser eher grundsätzlichen Kritik an der Eignung der Cash Flows ist es nach Ballwieser dem Bewertungsproblem darüber hinaus nicht angemessen, wenn man Cash Flows für einen Planungshorizont von mehreren Jahren schätzt und zugleich den Kalkulationszinsfuß ungeprüft aus der Vergangenheit in die Zukunft extrapoliert.<sup>244</sup> Insbesondere bei den Fremdkapitalkosten ist angesichts zunehmender Zinsauschläge auf dem Kapitalmarkt sowie einer Tendenz zu einer kürzeren Fristigkeit der Fremdfinanzierung<sup>245</sup> eine seriöse Prognose nicht möglich. Es kann auch nicht von einem über mehrere Jahre hinweg stabilen unternehmensspezifischen Risiko ausgegangen werden.<sup>246</sup> Speckbacher stellt daher fest, daß das Shareholder Value-Konzept „lediglich unter idealisierten Kapitalmarktbedingungen ... begründbar und als kapitalmarktorientierte Methode der unternehmenswertorientierten Planung anwendbar“<sup>247</sup> ist. Dies zeigt sich besonders bei der Wahl der Finanzierungsform: Das Konzept unterstellt ein gleichbleibendes Verhältnis von Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung, was angesichts häufiger Veränderungen der Kapitalstruktur unrealistisch ist.<sup>248</sup> Auch der Marktwert des Fremdkapitals läßt sich nicht eindeutig ermitteln, da Schuldtitel auf Sekundärmärkten (sog. „Junk-Bond“-Märkte) und unter Abzug von Risikoabschlägen gehandelt werden.<sup>249</sup> Die Operationalisierbarkeit des Konzeptes wird außerdem erschwert, weil das Unternehmen in einzelne Geschäftsbereiche zur Bewertung von Geschäftsfeldstrategien<sup>250</sup> aufgeteilt wird. Einheitsspezifische Cash Flows und Kapitalkosten zuzurechnen ist zudem schwierig, da wegen vertikaler Verbindungen (beispielsweise durch Wertketten über verschiedene Unternehmenseinheiten) und horizontaler Verbindungen (beispielsweise durch die gemeinsame Nutzung von Ressourcen) die Unternehmenseinheiten korrekt zu bewerten nicht in jedem Fall möglich ist.<sup>251</sup> Darüber hinaus ist fraglich, ob eine am Shareholder Value orientierte Politik einzelner Geschäftseinheiten angesichts nicht vollständig verflechtungsfreier Organisationsstrukturen zugleich dem Aktionärsinteresse, welches sich auf das Unternehmen als Einheit konzentriert, entspricht. Den auf theoretischer Ebene stark ausdifferenzierten Ansatz praktisch umzusetzen erweist sich überdies als aufwendig und bindet erhebliche Ressourcen im Bereich der Kostenrechnung.

<sup>243</sup> Vgl. Milgrom, Paul; Roberts, John, a.a.O., S. 40.

<sup>244</sup> Vgl. Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, in: Die Wirtschaftsprüfung, 51. Jg. (1998), Nr. 3, S. 83.

<sup>245</sup> Vgl. Brune, Jens W., a.a.O., S. 184.

<sup>246</sup> Vgl. Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, a.a.O., S. 83.

<sup>247</sup> Speckbacher, Gerhard: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, a.a.O., S. 632.

<sup>248</sup> Vgl. Ballwieser, Wolfgang: Aktuelle Probleme der Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg. (1995), Nr. 4, S. 121f.

<sup>249</sup> Vgl. Brune, Jens W., a.a.O., S. 188.

<sup>250</sup> Vgl. Rappaport, Alfred: Shareholder Value: Wertsteigerung als Mass-Stab für die Unternehmensführung, a.a.O., S. 11.

<sup>251</sup> Vgl. Lammerskitten, Mark; Langenbach, Wilm; Wertz, Boris, a.a.O., S. 232.

### 2.3.3.2. Kritik an den normativen Grundlagen

Die Kritik am Shareholder Value-Konzept richtet sich hier gegen die Vorstellung, daß die Unternehmung kapitalgeleitet sei und die Eigentümer das „volle unternehmerische Risiko“ tragen würden, „über alle residualen Kontroll- und Entscheidungsrechte“ verfügten und „den alleinigen Anspruch auf die residualen Überschüsse“ hätten.<sup>252</sup> Eine Maxime, die beispielsweise in den USA, aber auch in Großbritannien traditionell Zustimmung findet - getreu dem Prinzip: „*The social responsibility of business is to increase its profits.*“<sup>253</sup> Fraglich ist jedoch, ob dieses Konzept generell anwendbar ist und deshalb auch auf kontinentaleuropäische Wirtschaftsordnungen übertragen werden kann. In Deutschland bringen nach Speckbacher

„die Bestimmungen des Gesellschaftsrechts, insbesondere die Regelungen zum Gläubigerschutz oder zur Mitbestimmung der Arbeitnehmer explizit zum Ausdruck, daß eine ausschließliche Ausrichtung der Unternehmensführung an den Interessen der Eigentümer nicht im Sinne der am Leitbild der sozialen Marktwirtschaft orientierten gesellschaftspolitisch-ökonomischen Zielsetzung ist.“<sup>254</sup>

Untermuert wird diese Auffassung durch die im Grundgesetz verankerte Sozialbindung des Eigentums.<sup>255</sup> Auch in Frankreich wird das wirtschaftliche Handeln durch rechtliche Rahmenbedingungen und wirtschaftspolitische Maßnahmen, insbesondere aber auch durch kulturell bedingte Regeln und Traditionen bestimmt. Ein Beispiel hierfür ist die staatliche „Planification“, die zwar nicht als Instrument dirigistischer Wirtschaftsordnung fungiert, jedoch einen Rahmen für öffentliche und private Investitionsprogramme liefern soll.<sup>256</sup> Nach Haensch/Tümmers ist die „Planification“

„Ausdruck der französischen Vorstellung vom ‘contrat social’. Als ‘konzertierte Aktion’, die den Staat, die Arbeitgeber, die Gewerkschaften und

---

<sup>252</sup> Speckbacher, Gerhard: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, a.a.O., S. 633.

<sup>253</sup> Friedman, Milton: The Social responsibility of Business is to Increase its Profits, in: New York Times Magazine, o. Jg., 13.9.1970, Seite 119.

<sup>254</sup> Speckbacher, Gerhard: Das Shareholder Value-Konzept im Lichte der Corporate Governance-Debatte, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 27. Jg. (1998), Nr. 2, S. 95.

<sup>255</sup> Die Frage, inwieweit zwischen dem Shareholder Value Postulat und der Sozialbindung des Eigentums ein Widerspruch besteht, ist jedoch in der rechtswissenschaftlichen Literatur umstritten. Schilling beispielsweise argumentiert recht traditionell, vor dem Hintergrund des internationalen Wettbewerbsdrucks gewährleisteten gerade wertsteigernde Maßnahmen im Sinne des Konzeptes, daß die Substanz des Anteilseigentums erhalten bleibt. Nur so sei überhaupt eine soziale Nutzungsfunktion des Eigentums möglich. Vgl. Schilling, Wolf Ulrich: Shareholder und Aktiengesetz, in: Betriebs-Berater, 52. Jg. (1997), Nr. 8, S. 374.

<sup>256</sup> Vgl. Tümmers, Hans J.: Das französische Wirtschaftssystem, in: Haensch, Günther; Tümmers, Hans J. (Hrsg.): Frankreich: Politik, Gesellschaft, Wirtschaft. München 1991, 326.

andere soziale Gruppen zusammenführt, soll sie Ausdruck der 'volonté générale' im Wirtschaftsleben sein.<sup>257</sup>

Sowohl in Deutschland als auch in Frankreich kann also das Ziel einer Maximierung des Shareholder Values sinnvollerweise nur innerhalb der jeweiligen – insbesondere – rechtlichen Rahmenbedingungen betrieben werden.

Neben diesen Grenzen stellt sich darüber hinaus aber auch die Frage, wie notwendig die Anwendung aus Sicht der Aktionäre ist und welche Konsequenzen für die Interessenvertretung der Arbeitnehmer bestehen: Im anglo-amerikanischen Sprachraum erfolgt die Kontrolle der Unternehmensführung extern über den weiter entwickelten Kapitalmarkt und über die vergleichsweise umfassendere Publizität. Während vor diesem Hintergrund der Shareholder Value als ein Kontrollinstrumentarium der Unternehmensführung dienen kann, wird in Kontinental-Europa „hauptsächlich auf eine effektive interne Aufsicht innerhalb der Organe einer Unternehmensführung gesetzt“<sup>258</sup>. Dem Shareholder Value als Kontroll- und Herrschaftsinstrument kommt deshalb in Deutschland im Gegensatz zu britischen oder amerikanischen Unternehmen bislang nur eine nachgeordnete Bedeutung zu. Hierzulande steht dem eher die „Herrschaft eines Teils der Manager gegenüber“, die nach Beyer insbesondere auf „den hervorgehobenen Positionen einiger Unternehmen in einem Verflechtungsnetzwerk, das eine Regulierung des Wettbewerbs möglich macht“<sup>259</sup>, gründet. Hier kann der Shareholder Value also lediglich ein zusätzliches Kontrollinstrumentarium darstellen, insbesondere dann, wenn die durch die Organe ausgeübte Aufsicht des Managements unzureichend ist. Ähnliches gilt – wie später noch zu zeigen sein wird – auch für das Beispiel Frankreichs.

Darüber hinaus schränkt selbst eine graduelle Verschiebung der Kontrolle von internen Aufsichtsorganen zu externen Instanzen die Möglichkeiten der Einflußnahme von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat, wie sie in der mitbestimmten Aktiengesellschaft in Deutschland vorgesehen ist, ein. Aus Sicht des hauptsächlich in angelsächsischen Staaten vorkommenden „gesellschaftsorientierten Modells“ der Unternehmung, bei der der Unternehmenserfolg über Renditeerwartungen der Anteilseigner überwacht wird<sup>260</sup>, wäre dies jedoch positiv zu bewerten.<sup>261</sup> Empirische Studien, die zeigen, daß die Arbeitnehmermitbestimmung einen negativen Einfluß auf den Marktwert des Eigenkapitals hat, untermauern dies.<sup>262</sup>

---

<sup>257</sup> Ebenda, S. 331. Anführungszeichen im Original.

<sup>258</sup> Küller, Hans-Detlev: Das Shareholder Value-Konzept aus Gewerkschaftssicht, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 50. Jg. (1997), Nr. 5, S. 525.

<sup>259</sup> Beyer, Jürgen: Managerherrschaft in Deutschland?, Opladen/Wiesbaden 1998, S. 191.

<sup>260</sup> Vgl. Wymeersch, Eddy: Unternehmensführung in Westeuropa. Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg. (1995), Nr. 7, S. 308f.

<sup>261</sup> Küller kommt aus Sicht der Gewerkschaften deshalb zum Schluß: „Shareholder Value bedroht Mitbestimmungsinteressen.“ Küller, Hans-Detlev, a.a.O., S. 518.

<sup>262</sup> Vgl. beispielsweise Schmid, Frank A.; Seger, Frank: Arbeitnehmermitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 68. Jg. (1998), Nr. 5, S. 453-473 und FitzRoy, Felix R.; Kraft, Cornelius: Economic Effects of Codetermination, in: Scandinavian Journal of Economics, 95. Jg. (1993), Nr. 3, S. 365-375.

Aus Arbeitnehmersicht ist jedoch positiv zu bewerten, daß eine an den Aktionärsinteressen orientierte Unternehmensführung auch die Informationspolitik - vor allem über die tatsächliche Ertragslage des Unternehmens - gegenüber den Eigentümern verbessern muß. Die Zahl deutscher Unternehmen, die deshalb im Zuge ihrer Internationalisierung ihre Bilanzen nach den „*International Accounting Standards*“ (IAS) und den „*US-Generally Accepted Accounting Principles*“ (US-GAAP) publizieren, nimmt zu. Beide sind „primär an den Informationsinteressen der (potentiellen) Anteilseigner ausgerichtet“<sup>263</sup>. Auch in der gewerkschaftlichen Literatur werden diese Standards wegen ihrer größeren Transparenz begrüßt.<sup>264</sup> Diese Ausrichtung mag zwar aus Gewerkschaftsicht wünschenswert sein, steht aber den langfristigen Interessen der Arbeitnehmer dennoch zumindest dann entgegen, wenn die erhöhte Publizität die „Begehrlichkeit der Eigentümer“<sup>265</sup> nach Gewinnausschüttung steigert. Eine Rechenlegung nach IAS führt nämlich dazu, daß einerseits die in Deutschland üblichen Schwankungsrückstellungen wegfallen und andererseits Kapitalanlagen quotall nach der Höhe der Beteiligung bilanziert werden. Bei dem *Münchener-Rück-Konzern* führte die Umstellung der Rechnungslegung auf IAS beispielsweise dazu, daß der Konzernüberschuss für 1998 im Vergleich zu einer Ermittlung nach dem HGB um 90% höher ausfiel – nach dem HGB wäre lediglich ein Gewinn von 1,2 Mrd. DM angefallen, nach IAS jedoch in Höhe von 2,3 Mrd. DM.<sup>266</sup> Die Arbeitsplatzsicherheit ist deshalb durch eine Shareholder Value-Politik doppelt bedroht: Einerseits gefährdet die Nicht-Thesaurierung von Gewinnen möglicherweise die langfristige Arbeitsplatzsicherheit der Arbeitnehmer, da die Ausschüttung von Gewinnen gegenüber langfristigen Investitionsmaßnahmen bevorzugt wird.<sup>267</sup> Andererseits kann gerade eine Reduzierung der Personalkosten durch Personalabbau zu einer Erhöhung der Cash Flows führen. Zudem wird aus Arbeitnehmersicht kritisiert, daß Managementfehler - die sich beispielsweise in Massenentlassungen manifestieren - „von den Aktionären sogar mit höheren Aktienkursen honoriert werden.“<sup>268</sup>

Ein weiterer Kritikpunkt zielt auf die angebliche Kurzfristigkeit des Ansatzes: Die relativ geringen Planungszeiträume bedingten, daß eine schnell wirksame Verbesserung der Cash Flows z.B. durch Kürzungen der Ausgaben für Forschung und Entwicklung erfolgten.<sup>269</sup> Während für die Unternehmen derartige Investitionen sowie insbesondere Ausgaben im Rahmen von Diversifikationsstrategien zu einer Risikominimierung führen könnten, zögen die Aktionäre eine Gewinnausschüttung vor, da sie ohnehin über ein risikominimierendes gestreutes Portfolio verfügten.<sup>270</sup>

<sup>263</sup> Scheibe-Lange, Ingrid; Prangenberg, Arno: Mehr Mitbestimmung via US-Börsenaufsicht?, in: *Die Mitbestimmung*, 43. Jg. (1997), Nr. 11, S. 45.

<sup>264</sup> Vgl. ebenda, S. 45.

<sup>265</sup> Küller, Hans-Detlev, a.a.O., S. 529.

<sup>266</sup> Vgl. o.V.: Münchener Rück weist nach IAS deutlich mehr Gewinn aus, in: *Handelsblatt*, o. Jg. (1999), Nr. 238, 8. Dezember 1999, S. 21.

<sup>267</sup> Vgl. Küller, Hans-Detlev, a.a.O., S. 527.

<sup>268</sup> Ebenda, S. 518.

<sup>269</sup> Vgl. Mülbert, Peter, a.a.O., S. 139.

<sup>270</sup> Vgl. Hill, Charles W.L.; Snell, Scott A.: Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity, in: *Academy of Management Journal*, 32 Jg. (1989), Nr. 1, S. 29.

Bühner hält dem jedoch entgegen, daß die Ankündigung einer Intensivierung von Forschungsausgaben „regelmäßig zu steigenden Aktienkursen führe“ und gerade kurzfristige Strategien aus Sicht der Anteilseigner das „Vertrauen in die Unternehmensführung schwinden“<sup>271</sup> ließen. Fraglich ist jedoch, ob dies nicht eine sehr naive Sichtweise der Informationspolitik der Unternehmen gegenüber ihren Anteilseignern ist: Denn es ist anzuzweifeln, ob auch eine Kürzung der Forschungsausgaben in gleicher Form öffentlichkeitswirksam nach außen weitergegeben würde. Hier vermag ein Blick in die Geschäftsberichte der Jahre 1996 und 1997 von jenen vier deutschen Aktiengesellschaften, die als besonders Shareholder Value-orientiert gelten<sup>272</sup>, weiteren Aufschluß geben:

**Abbildung 3:**

**Anteil der Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) bei den am stärksten Shareholder Value-orientierten deutschen Unternehmen im Verhältnis zum Gesamtumsatz**

Unternehmen	F&E Ausgaben (1996)	F&E Ausgaben (1997)
Daimler-Benz AG	5,2%	4,6%
Bayer AG	7,4%	7,2%
SAP AG	15,8%	13,5%
Hoechst AG	7,6%	7,6%

*Quelle: Eigene Errechnung anhand der Geschäftsberichte für 1996 und 1997 der aufgeführten Aktiengesellschaften*

Während also lediglich bei der Hoechst AG das Verhältnis zwischen Gesamtumsatz und den ausgewiesenen Ausgaben für Forschung und Entwicklung zumindest konstant blieb, ging es bei der Daimler-Benz AG, Bayer AG und SAP AG zurück. Bis auf eine Ausnahme ist also eine relative Kürzung der Ausgaben für Forschung und Entwicklung zu konstatieren. Ähnliches zeigt sich bei der Entwicklung der Kosten für Forschung und Entwicklung in britischen Unternehmen, die traditionell stärker am Shareholder Value ausgerichtet sind: Dort sinken diese Ausgaben seit mehreren Jahren ebenfalls kontinuierlich.<sup>273</sup>

Ein weiterer Kritikpunkt betrifft den Ziel-Monismus<sup>274</sup> des Ansatzes auf monetäre Größen: Die Beiträge nicht eindeutig quantifizierbarer Größen, wie beispielsweise

<sup>271</sup> Bühner, Rolf: Shareholder Value schuldlos am Pranger?, in: Die Mitbestimmung, 43. Jg. (1997), Nr. 11, S. 14.

<sup>272</sup> Vgl. Stern, Joel; Benett, Stewart III: Deutsche Aktiengesellschaften im Shareholder-Value-Test, in: Capital, 36. Jg. (1997), Nr. 11, S. 50.

<sup>273</sup> Vgl. o.V.: R&D spending declines for third year, in: Financial Times vom 21. März 1998, S. 5.

<sup>274</sup> Siehe beispielsweise Janisch, Monika: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, Diss. St. Gallen, 1992, S. 105ff und Speckbacher, Gerhard: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, a.a.O., S. 630.

die Zufriedenheit der Kunden oder die Fähigkeiten der Mitarbeiter, lassen sich nicht problemlos in das Konzept der Wertgeneratoren integrieren, gleichwohl sie sich durchaus positiv auf den Shareholder Value auswirken. Deshalb kann eine rein auf die Anteilseigner zentrierte Unternehmensführung auch zu einem Malus bei Unternehmensratings führen. So stufte eine amerikanische Ratingagentur eine Schweizer Versicherung mit der Begründung herab, sie betone einseitig Aktionärsinteressen.<sup>275</sup>

Die hier schlaglichtartig widergegebene Kritik am Shareholder Value stellt die Eignung dieses Konzeptes der Unternehmensbewertung nach Ansicht des Verfassers für den Fortgang der Arbeit jedoch nicht in Frage: Während die Kritik zur Erkenntnis führt, daß das Shareholder Value-Konzept als zentrales Dogma der Unternehmensführung abzulehnen ist, ist es ein methodisch wertvolles Gerüst zur Beurteilung einer unternehmenspolitischen Maßnahme, wie sie die Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens darstellt: Denn trotz der beschriebenen Berechnungsprobleme liefert das Konzept Daten für den strategischen Führungsprozeß und hilft, Cash Flow generierende und Cash Flow vernichtende Maßnahmen zu identifizieren.

Auch kann gegen die angeführte Kritik an den normativen Grundlagen eingewendet werden, daß diese implizit fälschlicherweise eine grundsätzlich konfliktreiche Beziehung zwischen den finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen des Unternehmens einerseits und den Zielsetzungen der Unternehmensumwelt andererseits unterstellt. Auch sollte das Shareholder Value-Konzept nicht grundsätzlich als eine rein eigentümerorientierte Gewinnmaximierungsstrategie abgeurteilt werden, da der Ansatz die rechtlichen Reglementierungen nicht in Frage stellt, sondern ein effizientes Marktgleichgewicht zwischen Marktkräften und begleitenden gesetzlichen Rahmenbedingungen fordert.<sup>276</sup> Eine Steigerung des Unternehmenswertes kann durchaus auch den Nutzen der Unternehmensumwelt erhöhen, beispielsweise durch ein höheres Steueraufkommen für die öffentliche Hand. Ähnliches gilt für soziale Zielsetzungen, die ebenfalls in den Shareholder Value Ansatz integriert werden können:<sup>277</sup> Sofern diese der Steigerung des Unternehmenswertes dienen, sind sie ohnehin mit dem Shareholder Value-Konzept zu vereinbaren. Werden gesetzlich vorgeschriebene Sozialziele - beispielsweise durch Sozialleistungen - erfüllt, wird damit zwar nicht der Unternehmenswert gesteigert, die Leistungen sind aber für das Unternehmen unvermeidbar - da rechtlich bindend - und infolge der einhergehenden Cash Flows durchaus integrierbar. Lediglich darüber hinausgehende Sozialziele widersprechen dem Konzept, da sie zu vermeidbaren wertmindernden Ausgaben führen würden. Dies entspricht aber durchaus dem Vernunftsprinzip wirtschaftlichen Handelns, dessen Ziel nach *Wöhe* darin besteht, „ein bestimmtes Ziel mit dem Einsatz möglichst geringer Mittel zu erreichen“.<sup>278</sup>

<sup>275</sup> Vgl. Speckbacher, Gerhard: Standpunkt: Ist der Stakeholder Ansatz ein Konzept für Moralisten? Zur Interdependenz von Wertschaffung und Wertverteilung, a.a.O., S. 351.

<sup>276</sup> Vgl. Bühner, Rolf; Tuschke, Anja: Zur Kritik am Shareholder Value - eine ökonomische Analyse -, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 49. Jg. (1997), Nr. 5, S. 502.

<sup>277</sup> Vgl. Brune, Jens W., a.a.O., S. 207ff.

<sup>278</sup> *Wöhe*, Günter: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 14. Aufl., München 1981, S. 1.



### 2.3.4. Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Shareholder Value

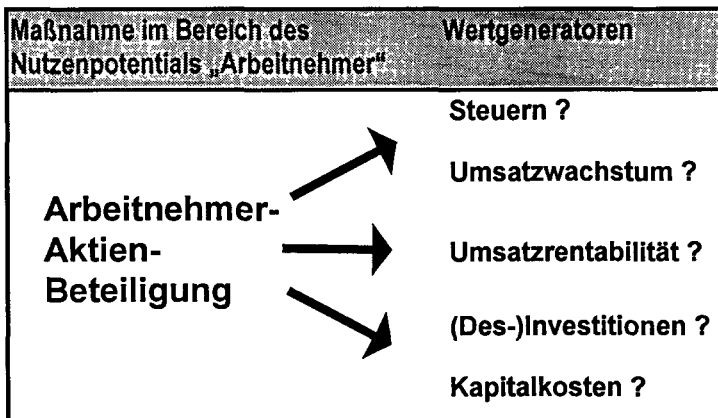
Die Beurteilung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als mögliche Maßnahme einer am Shareholder Value-Konzept orientierten Unternehmensführung soll in zwei Schritten erfolgen:

1. Bestehen indirekte Ansätze zur Steigerung des Shareholder Values durch eine Wirkung auf die Wertgeneratoren?
2. Bestehen - unabhängig von einem indirekten Einfluß über die Wertgeneratoren - direkte Ansätze dieser Beteiligungsform, die Ziele des Shareholder Value-Konzepts zu erreichen?

#### 2.3.4.1. Indirekte Wirkungen

Bei der indirekten Wirkungsanalyse der Strategie 'Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung' ist die Beziehung zwischen dieser Beteiligungsform und den Wertgeneratoren zu überprüfen. Bietet hier die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung Ansätze für eine positive Wirkung auf die Wertgeneratoren des Unternehmens? Diese Fragestellung läßt sich folgendermaßen darstellen:

**Abbildung 4:**  
Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als Nutzenpotential



*Quelle: Eigene Erstellung*

Im folgenden wird anhand der vorhandenen Literatur überprüft, ob das Shareholder Value-Konzept für die Bewertung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als Element einer Wertsteigerungsstrategie anwendbar ist. Wie sich zeigen wird, werden die Wirkungen dieser Beteiligungsform in der Literatur sehr unterschiedlich beurteilt,

insbesondere wohl deshalb, weil sie von landes- und unternehmensspezifischen Rahmenbedingungen abhängen.<sup>279</sup>

Steuern: Steuern wirken sich immer auf die Liquidität des Unternehmens aus, da sie das Geldvermögen mindern.<sup>280</sup> Vor dem Hintergrund einer Steigerung des Shareholder Value sind im Bereich der Nutzenpotentiale Maßnahmen zu identifizieren, „die dazu dienen, sowohl Steuern zu vermeiden wie auch aufzuschieben.“<sup>281</sup> Die Bemessungsgrundlage der Steuerpflicht des Unternehmens ist in Deutschland insbesondere der Gewinn, das Vermögen und der Umsatz.<sup>282</sup> Wie sich eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Höhe der Steuerpflicht auswirkt, hängt neben den landesspezifischen steuerrechtlichen Rahmenbedingungen insbesondere aber auch davon ab, ob das Unternehmen den Mitarbeitern Zuwendungen zur Kapitalbeteiligung gewährt - denn nur in diesem Fall sind steuerliche Implikationen möglich. In Deutschland bewirken diese Zuwendungen des Unternehmens aus Gewinnen den sog. „Betriebsausgabeneffekt“, da sie steuerrechtlich Betriebsausgaben darstellen und beim Jahresabschluß als Kosten berücksichtigt werden. Gewinne werden also in Betriebsausgaben umgewandelt, wodurch für die entsprechenden Beträge die Gewerbesteuer entfällt.<sup>283</sup> Nach einer Beispielrechnung von *Guski/Schneider* resultiert hieraus bei einem durchschnittlichen Gewerbesteuersatz „eine Ersparnis an Gewerbesteuern in Höhe von 15% der Kapitalbildungszuwendungen.“<sup>284</sup> Ähnliches gilt für die ESOP in den USA.<sup>285</sup> Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bietet darüber hinaus Ansätze für den sog. „Splitting-Effekt“: Indem der Gewinn auf eine Vielzahl von Arbeitnehmern verteilt wird, läßt sich die Steuerbelastung insgesamt reduzieren, da die Arbeitnehmer in der Regel geringeren Steuersätzen unterliegen als die Unternehmen.<sup>286</sup> Schließlich ergeben sich für das Unternehmen mehrere sog. „Liquiditätseffekte“: Durch Eigenleistungen der Mitarbeiter fließen dem Unternehmen zusätzliche Mittel zu. Hinzu kommt, daß für das Unternehmen der

<sup>279</sup> Vgl. Pierce, John L.; Furo, Candace A.: Employee Ownership: Implications for Management, in: *Organizational Dynamics*, 18. Jg. (1990), Nr. 3, S. 33.

<sup>280</sup> Vgl. Richter, Martin: Steuern und Finanzierung, in: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): *Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre*, Band 6 Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1770.

<sup>281</sup> Gomez, Peter: Wertmanagement, a.a.O., S. 223.

<sup>282</sup> Vgl. Biergans, Enno: Steuerarten, Betriebliche, in: Wittmann, Waldemar (Hrsg.): *Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre*, Band 1, Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band 3, Teilband 3. R-Z, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4004-4016.

<sup>283</sup> Vgl. Klötzl, Gustav: Finanzwirtschaftliche Auswirkungen, in: Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J. (Hrsg.): *Mitarbeiter-Beteiligung. Handbuch für die Praxis*, Neuwied 1987, Register 3430, S. 6, Rz. 18.

<sup>284</sup> Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.: *Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Teil II: Ergebnisse, Erfahrungen und Auswirkungen in der Praxis*, Köln 1983, S. 292.

<sup>285</sup> Vgl. beispielsweise Wächter, Hartmut; Koch, Thomas: Erfolgsbedingungen für die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern am Beispiel der „Employee Stock Ownership Plans (ESOPs)“, in: Weber, Wolfgang (Hrsg.): *Entgeltssysteme*, Stuttgart 1993, S. 289f. und Scholes, Myron S.; Wolfson, Mark A.: *Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities*, in: *Financial Management*, 19. Jg. (1990), Nr. 1, S. 13.

<sup>286</sup> Vgl. Klötzl, Gustav, a.a.O., S. 6, Rz. 19f.

thesaurierte Gewinn als Betriebsausgabe abzugsfähig ist, er aber dennoch in Form von Eigenkapital zur Verfügung steht.<sup>287</sup> Durch Arbitragemöglichkeiten ergeben sich darüber hinaus Ansätze, Steuer- und Abgabebzahlungen aufzuschieben: In Deutschland sind beispielsweise Sozialversicherungsanteile auf Zuwendungen des Arbeitgebers für eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung, die mit einer Sperrfrist versehen ist, erst dann abgabenpflichtig, wenn der Mitarbeiter die wirtschaftliche Verfügungsmacht über diese Kapitalanteile hat.<sup>288</sup>

Umsatzwachstum und Umsatzrentabilität: Der Begriff „Umsatz“ beschreibt sämtliche Einnahmen des Betriebes, die „aus der Verwertung von Gütern oder Leistungen resultieren.“<sup>289</sup> Der Umsatz errechnet sich als Produkt von Absatzmenge und Absatzpreis. Eine Verknüpfung zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und der Absatzmenge ergibt sich dann, wenn sich die intendierten motivationalen Wirkungen der Beteiligung einstellen und der Arbeitnehmer beispielsweise ein höheres Akquisitionsniveau erreicht.

Auch der Absatzpreis steht in Verbindung zu dieser Beteiligung: Für die Bestimmung des Absatzpreises sind die Kosten der Leistungserstellung eine zentrale Determinante.<sup>290</sup> Ein Bestandteil dieser Kosten sind die Arbeitskosten, die durch „Einsatz des Produktionsfaktors Arbeit verbraucht werden“<sup>291</sup>. Führt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung dazu, daß zum Beispiel die Lohnstückkosten insgesamt sinken, indem steuer- und sozialabgabenrechtliche Vergünstigungen ausgenutzt werden, kann auch der Absatzpreis gesenkt werden. Der Umsatz wächst jedoch nur dann, wenn diese Preissenkung auch eine solche Erhöhung der Absatzmenge nach sich zieht, daß der niedrigere Preis je Einheit mehr als ausgeglichen wird. In der Literatur zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung werden direkte Zusammenhänge mit dem Umsatzwachstum nicht thematisiert. Eine von *Guski/Schneider* durchgeführte Befragung von Geschäftsleitungen und Betriebsräten von 159 Unternehmen in Deutschland ergab jedoch, daß Unternehmen mit einer Kapitalbeteiligung im Branchendurchschnitt einen höheren Umsatz je Mitarbeiter aufweisen.<sup>292</sup> Aus der Untersuchung lassen sich jedoch einzelne spezifische kausale Zusammenhänge nicht auf die Wertgeneratoren anwenden - die Verfasser bezeichnen in einer sehr allgemeinen Form „die Verbesserung der materiellen Situation, eine zusätzliche Möglichkeit der Vermögensbildung und eine verstärkte Integration in das Betriebsgeschehen“<sup>293</sup> als Ursachen. Diese schlagen sich aber nicht in kurzfristigen Pro-

<sup>287</sup> Vgl. ebenda, S. 6, Rz. 21.

<sup>288</sup> Vgl. Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.: Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Teil II: Ergebnisse, Erfahrungen und Auswirkungen in der Praxis, a.a.O., S. 263f.

<sup>289</sup> Schwinn, Rolf, a.a.O., S. 561.

<sup>290</sup> Vgl. Meffert, Heribert: Marketing: Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung: Konzepte – Instrumente – Praxisbeispiele, Wiesbaden 1998, S. 474ff.

<sup>291</sup> Oechsler, Walter A.: Personal und Arbeit. Einführung in die Personalwirtschaft unter Einbeziehung des Arbeitsrechts, 5. Aufl., München/Wien 1994, S. 446.

<sup>292</sup> Vgl. Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.: Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Teil II: Ergebnisse, Erfahrungen und Auswirkungen in der Praxis, a.a.O., S. 46.

<sup>293</sup> Ebenda.

duktionssteigerungen nieder, sondern bauen sich erst langfristig auf. Die möglichen Effekte lassen sich deshalb in den Denkkategorien des Shareholder Value-Konzeptes schwerlich integrieren, zumal sie „im Prinzip nicht quantifizierbar sind“<sup>294</sup>. Umsatzrentabilität beschreibt für den Zeitraum einer Periode das Verhältnis zwischen dem ordentlichen Betriebsergebnis (also dem Gewinn bzw. Verlust) und dem Umsatz.<sup>295</sup> Eine besondere Bedeutung kommt dabei den Kosten zu, deren Degression die Umsatzrentabilität erhöht. Ein erster Zusammenhang zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ergibt sich aufgrund einer Informationsasymmetrie, die beispielsweise das Wissen der Arbeitnehmer über Kosteneinsparungspotentiale im Bereich der Arbeitsorganisation, die dem Management nicht in jedem Fall zugänglich sind, betrifft. Wenn die Aussage „*Employee stock ownership is believed to create a positive working relationship between employees and employer by creating perceptions of common interests and commitment to shared goals or organizational success*“<sup>296</sup> zutrifft, müsste dies zur Folge haben, daß die beteiligten Arbeitnehmer dem Management zumindest teilweise ihr Insiderwissen zugänglich machen und so produktivitätsfördernde Kosteneinsparungen beispielsweise im Bereich der Entgeltgestaltung, der effizienteren Arbeitsorganisation und Arbeitsplatzgestaltung<sup>297</sup> ermöglichen. Weitere Kosteneinsparungseffekte der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ergeben sich, wenn die angestrebten Effekte auf die Fluktuation der Arbeitnehmer sowie die - allerdings von Rosette/Schneider als „eher unrealistisch“<sup>298</sup> bezeichneten - Wirkungen auf die Absentismusrate tatsächlich eintreten. Im Bereich der Lohnkosten ergibt sich ein Einsparungspotential dann, wenn die Beteiligung im Rahmen von Lohnkostenverhandlungen als Kompensation für Barlohnkürzungen eingeführt werden kann. Die grundlegende Annahme ist also nicht, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung durch eine höhere Motivation der Arbeitnehmer geringere Lohnstückkosten verursacht, sondern dazu führt, daß die Arbeitnehmer angesichts der Erträge aus der Beteiligung eher bereit sind, für niedrigere Löhne zu arbeiten.<sup>299</sup> Empirische Untersuchungen bestätigen diese Annahme: Conte stellte am Beispiel der ESOP in den USA fest, daß die Beteiligung insgesamt keine Auswirkung auf das Nettoeinkommen der Arbeitnehmer habe, da Kursgewinne oder Dividenden durch Kürzungen bei anderen Vergünstigungen oder fixen Lohnbestandteilen wieder ausgeglichen wurden.<sup>300</sup> Dem stehen jedoch die Kosten gegenüber, die die Einführung derartiger Beteiligungen verursachen, insbesondere dann, wenn das Unternehmen Aufwendungen für die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung leistet: Die Umsatz-

<sup>294</sup> Rosette, Christine, Schneider, Hans J.: Mitarbeiter-Beteiligung. Eine Strategie zum Unternehmenserfolg, Bamberg 1986, S. 102.

<sup>295</sup> Vgl. Hopfenbeck, Waldemar: Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre, Landsberg am Lech 1989, S. 88.

<sup>296</sup> Hammer, Tove H.; Stern Robert N.: Employee Ownership: Implications for the Organizational Distribution of Power, in: Academy of Management Journal, 23. Jg. (1980), Nr. 1, S. 79.

<sup>297</sup> Vgl. Hansmann, Henry: The Ownership of Enterprise, Cambridge M.A./London 1996, S. 72.

<sup>298</sup> Rosette, Christine, Schneider, Hans J., a.a.O., S. 123.

<sup>299</sup> Vgl. Grout, Paul A.: Employee Share Ownership and Privatisation: Some Theoretical Issues, in: The Economic Journal, 98. Jg. (1988), S. 97ff.

<sup>300</sup> Vgl. Conte, Michael A.: Employee Stock Ownership Plans in Public Companies, in: Journal of Employee Ownership Law and Finance, 1. Jg. (1989), Nr. 1, S. 89-137.

rentabilität sinkt, wodurch nach *Gaugler* die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens beeinträchtigt werden kann.<sup>301</sup>

Eine empirische Untersuchung von *FitzRoy/Kraft* kommt jedoch zu dem Ergebnis, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eine signifikant positive Wirkung auf die Produktivität hat und die Leistungsfähigkeit des Unternehmens erhöht.<sup>302</sup> Auch *Striebitz* stellt in einer Untersuchung fest, daß die Personalaufwendungen in Mitarbeiterbeteiligungsunternehmen geringer sind<sup>303</sup> - dies läßt aufgrund niedrigerer Kosten ebenfalls eine höhere Umsatzrentabilität vermuten. Andere Überlegungen stellt *Svejnar* an<sup>304</sup>: Da Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung gezwungen seien, neben der Gewinnerzielung weitere Mitarbeiterziele wie Beschäftigungssicherheit und hohe Löhne zu erreichen, beschäftigten diese Betriebe vergleichsweise mehr Arbeitnehmer zu insgesamt höheren Löhnen. Wenn sich nicht gleichzeitig die Produktivität der Arbeitnehmer steigern lasse, sei der Output je Arbeitnehmer geringer. Insgesamt zeigt sich also, daß sowohl theoretisch als auch empirisch durchaus Belege vorhanden sind, wonach sich die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung positiv auf die Wertgeneratoren Umsatzwachstum und Umsatzrentabilität auswirken kann.

Kapitalkosten und (Des-)Investitionen: Hohe Kapitalkosten bedeuten nach *Gomez* „immer geringe Wertsteigerung“<sup>305</sup>. Können die Eigenkapitalkosten durch Minimierung des Unternehmensrisikos verringert und flankierend die Fremdkapitalkosten optimal gestaltet werden, reduziert dies insgesamt die Kapitalkosten. Das in der Literatur häufig genannte Argument, daß durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung die Eigenkapitalbasis des Unternehmens gestärkt würde<sup>306</sup>, ist vor dem Hintergrund des Shareholder Value-Konzeptes jedoch nur dann stichhaltig, wenn dies gleichzeitig zu einer Verringerung der Kapitalkosten insgesamt führt. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ist also dann vorteilhaft, wenn sie im Vergleich zu anderen Finanzierungsmethoden niedrigere Kapitalkosten verursacht. Allgemein entstehen hohe Kapitalkosten beispielsweise dann, wenn der Kapitalgeber gegenüber dem Kapitalnehmer ein hohes Mißtrauen hat. Niedrige Kapitalkosten entstehen hingegen dann, wenn der Kapitalgeber den Kapitalnehmer auch aus anderen als der Kapitalbeziehung kennt, dessen Ertrags- und Schuldendeckungsfähigkeit positiv

---

<sup>301</sup> Vgl. *Gaugler*, Eduard: Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: *Laßmann*, Gert; *Schwarz*, Eberhard (Hrsg.): *Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen*, Düsseldorf 1985, S. 56.

<sup>302</sup> Vgl. *FitzRoy*, Felix R.; *Kraft*, Komelius: Formen der Arbeitnehmer-Arbeitgeberkooperation und ihre Auswirkungen auf die Unternehmensleistung und Entlohnung, in: *FitzRoy*, Felix R.; *Kraft*, Komelius (Hrsg.): *Mitarbeiterbeteiligung und Mitbestimmung im Unternehmen*, Berlin/New York 1987, S. 187.

<sup>303</sup> Vgl. *Striebitz*, Kerstin: *Effizienzsteigerung durch Mitarbeiterbeteiligung*, Diss. Lüneburg 1992, S. 154.

<sup>304</sup> Vgl. *Svejnar*, Jan: On the Theory of a Participatory Firm, in: *Journal of Economic Theory*, 27. Jg. (1982), Nr. 1, S. 315ff.

<sup>305</sup> *Gomez*, Peter: *Wertmanagement*, a.a.O., S. 218.

<sup>306</sup> Vgl. beispielsweise *Kilian*, Horst: *Betriebliche Kapitalbeteiligungsmodelle*, Wiesbaden 1978, S. 103.

beurteilt und das Verhalten des Kapitalnehmers beobachten kann.<sup>307</sup> Dementsprechend sind die Kosten einer Beteiligung der Arbeitnehmer am Eigenkapital nach Schwetzler „vermutlich geringer als bei einer Beteiligung externer Eigenkapitalgeber“, da die Mitarbeiter aufgrund ihres unternehmensspezifischen Informationsstandes einen geringeren „informationsdefizit-bedingten Aufschlag auf ihren Anteil an den zukünftigen Zahlungsüberschüssen fordern“<sup>308</sup>. Diese Aussage impliziert eine erste Bedingung für die Akzeptanz einer niedrigeren Rendite: Der beteiligte Arbeitnehmer akzeptiert diese eher, wenn er Vertrauen in das Unternehmen hat und davon ausgehen kann, daß er über die wirtschaftliche Situation laufend und umfassend - auch vor der Einführung der Kapitalbeteiligung - informiert wird. Auch nach Gaugler sind die Kapitalkosten „regelmäßig geringer als bei einer entsprechenden Kapitalaufnahme von Dritten.“<sup>309</sup> Hinzu kommt, daß die Suchkosten einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung niedriger sind als bei einer Beteiligung unternehmensexterner Eigenkapitalgeber.

Franke hingegen argumentiert, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als Finanzierungsinstrument teurer ist als eine ordentliche Kapitalerhöhung: Da außenstehende Aktionäre zumeist ein risiko-diversifiziertes Anlage-Portfolio besitzen und auch keinem zusätzlichen Arbeitsplatzrisiko unterliegen, fordern sie eine geringere Rendite auf ihr Kapital.<sup>310</sup> Dieser Effekt wird durch lange Sperrfristen verstärkt.<sup>311</sup> Daraus läßt sich eine zweite Bedingung für die Akzeptanz einer niedrigeren Rendite ableiten: Wird das doppelte Risiko durch vertraglich festgelegte Verlustbegrenzungen oder flankierende Maßnahmen zur Beschäftigungssicherung minimiert, sind langfristig geringere Kapitalkosten wahrscheinlich – allerdings nur dann, wenn die hiermit verbundenen Zusatzkosten die eingesparten Kapitalkosten nicht „aufzehren“. Dem Argument der Risikoakkumulation könnte jedoch entgegengehalten werden, daß sich Kapitalbeteiligungsmodelle zumeist an eine Kernbelegschaft mit einer Mindestbetriebszugehörigkeit richten, so daß die subjektiv empfundene Arbeitsplatzunsicherheit aufgrund der bisherigen Erfahrungen geringer sein dürfte. Da die dargestellten Argumentationen widersprüchlich sind, vermag ein Blick auf empirische Untersuchungen weiteren Aufschluß geben: Diese kommen zu dem Ergebnis, daß „Mitarbeiterbeteiligungsunternehmen deutlich geringere Verbindlichkeitenquoten“<sup>312</sup> ausweisen als Unternehmen ohne derartige Beteiligungen. Wird das Eigenkapital um das Volumen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung erhöht, verbessert sich die Eigenkapitalquote. Dies führt zu mehr finanzieller Unabhängigkeit,

---

<sup>307</sup> Vgl. Ball, Helmut: Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter. Ein vorteilhaftes Finanzierungsinstrument, in: Schlotter, Hans-Günther (Hrsg.): Modelle und Perspektiven der Mitarbeiterbeteiligung, Krefeld 1986, S. 14f.

<sup>308</sup> Schwetzler, Bernhard, a.a.O., S. 331.

<sup>309</sup> Gaugier, Eduard: Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen aus betriebswirtschaftlicher Sicht, a.a.O., S. 65.

<sup>310</sup> Vgl. Franke, Günter: Betriebswirtschaftliche Aspekte der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung, in: Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände (Hrsg.): Betriebliche Vermögensbeteiligung: Gestaltungsmöglichkeiten der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung - ihre Vorteile und Probleme, Bergisch Gladbach 1988, S. 49.

<sup>311</sup> Vgl. Ball, Helmut, a.a.O., S. 19. (S. 5-29)

<sup>312</sup> Striebitz, Kerstin, a.a.O., S. 154.

einer geringeren Abhängigkeit von Banken und dementsprechend geringeren Fremdkapitalzinsen.<sup>313</sup>

*Kemmerich* betont allerdings die Bedeutung der staatlichen Förderung der Beteiligung: Ohne diese käme es für die Gesamtkosten einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung für das Unternehmen „zu unvorteilhaften Konstellationen“<sup>314</sup>. *Klötzl* kommt hingegen auf der Grundlage von Modellrechnungen zum Ergebnis, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung - auch ohne staatliche Fördermaßnahmen - eine durchaus günstige Finanzierungsalternative darstellen kann.<sup>315</sup>

Eine differenziertere Argumentation findet sich bei *Ball*: Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ist dann ein günstiges Finanzierungsinstrument, wenn die Mitarbeiter den Zuschuß des Arbeitgebers zur Kapitalbeteiligung als zusätzliches Einkommen betrachten und gleichzeitig dem Unternehmen durch die Beteiligung geldwerte Vorteile in Höhe dieses Zuschusses zufließen. Diese Vorteile liegen beispielsweise in einem erhöhten Spielraum zu Einsparungen bei Sozialleistungen, einer geringeren Mitarbeiterfluktuation und einer höheren Attraktivität des Unternehmens für Bewerber. Sofern die Beteiligung staatlich unterstützt wird, vergrößert sich der Vorteil als Finanzierungsinstrument.<sup>316</sup>

(Des-)Investitionen - also die Veräußerung und der Erwerb von Unternehmensteilen - sind ebenfalls Gegenstand strategischer Überlegungen und haben nach *Gomez* „eine große Hebelwirkung bezüglich des Unternehmenswertes.“<sup>317</sup> Der Begriff 'Investition', der in der Literatur nicht einheitlich verwendet wird<sup>318</sup>, sei hier als Vorgang verstanden, „mit Geld Güter oder Ansprüche zu erwerben, die eine Nutzenerhöhung in späterer Zeit bewirken.“<sup>319</sup> Die Desinvestition hingegen bedeutet die „Freisetzung von bisher in Investitionsgütern gebundenen Finanzmitteln“<sup>320</sup>. Das Investitionsvolumen einer Unternehmung mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ist nach *Schwetzer* insgesamt größer als wenn die Mittel durch unternehmensexterne Eigenkapitalgeber aufgebracht werden. Und auch der Nettokapitalwert nimmt - sofern das Unternehmen selbst nicht über ausreichende Finanzierungsmittel verfügt - geringer ab als bei einer Eigenkapitalbeschaffung durch andere Kapitalgeber.<sup>321</sup> Denn sowohl die Kontroll-, Informations- und Koordinationskosten als auch der mißtrauensbedingte Aufschlag, den die Arbeitnehmer als Kapitalgeber fordern, sind geringer als bei externen Kapitalgebern. Betrachtet man jedoch, wie sich die Beteiligung auf die tatsächliche Realisierung strategischer Investitions- und Desinvestitionsvorhaben auswirkt, ergibt sich ein zunächst widersprüchliches Bild: Empirische Untersuchungen zeigen, daß die Sachanlageninvestitionsquote in Unter-

<sup>313</sup> Vgl. Schwinn, Rolf, a.a.O., S. 874f.

<sup>314</sup> Kemmerich, Eva, a.a.O., S. 259.

<sup>315</sup> Vgl. Klötzl, Gustav: Finanzwirtschaftliche Auswirkungen, a.a.O., S. 14ff, Rz. 42ff.

<sup>316</sup> Vgl. Ball, Helmut, a.a.O., S. 10ff.

<sup>317</sup> Gomez, Peter: Wertmanagement, a.a.O., S. 204.

<sup>318</sup> Vgl. Rückle, Dieter: Investition, in: Wittmann, Waldemar (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band 2, Teilband 2. I-Q, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1924.

<sup>319</sup> Spremann, Klaus: Investition und Finanzierung, 4. Aufl., München/Wien 1991, S. 73.

<sup>320</sup> Eilenberger, Guido: Betriebliche Finanzwirtschaft, 3. Aufl., München/Wien 1989, S. 106.

<sup>321</sup> Vgl. Schwetzer, Bernhard, a.a.O., S. 336ff.

nehmen ohne eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung signifikant höher ist als in Unternehmen mit dieser Beteiligungsform. Dies kann aus Sicht der Humankapitaltheorie<sup>322</sup> als Indiz dafür gewertet werden, daß diese Beteiligungsform insbesondere in Unternehmen mit niedriger Sachanlagenquote und hoher Humankapitalquote gewählt wird, wie sie beispielsweise Softwareunternehmen darstellen: Erreicht man das Ziel, die Arbeitnehmer stärker an das Unternehmen zu binden, so verlängert sich dadurch die Amortisationsdauer der Investitionen in betriebspezifisches Humankapital – die Beteiligung dient somit der Sicherung des Humankapitals. So gesehen ist Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eine Konsequenz der niedrigen Sachanlagenquote.

Eine genau entgegengesetzte Interpretation liefert *Striebitz*: Sie wertet die niedrigere Sachanlagenquote als Hinweis darauf, daß die beteiligten Mitarbeiter eventuell Neuinvestitionen aus Skepsis vor Rationalisierungsmaßnahmen verhindern, führt aber zugleich einschränkend an, daß Mitarbeiterbeteiligungsunternehmen ohnehin zumeist in bereits kapitalintensiv ausgestatteten Branchen angesiedelt sind<sup>323</sup> - was der angeführten Erklärung aus Sicht der Humankapitaltheorie widerspricht. Die niedrigere Sachanlagenquote ist danach nämlich eine Konsequenz der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung.

Anders argumentiert *Hansmann*: Er unterscheidet Investitionen in nicht-betriebs-spezifische marktgängige und in betriebs-spezifische nicht-marktgängige Güter: Während es die beteiligten Arbeitnehmer aufgrund ihrer Risikoaversion ablehnen, in Güter zu investieren, die auf dem Markt nicht verwertbar sind, befürworten sie dies bei marktfähigen Gütern. Als Beispiel führt er Speditionen an, in denen die Arbeitnehmer oftmals am Kapital beteiligt sind.<sup>324</sup> Dies könnte auch der Grund dafür sein, daß diese Beteiligungsform bei Autovermietungen sowie Taxi- und Busunternehmen<sup>325</sup> besonders häufig vorzufinden ist. Neben den Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Realisierung von Investitionen stellt sich aber auch die Frage, ob eine Investition optimal genutzt werden kann. Dies schlägt sich beispielsweise in den Maschinenlaufzeiten nieder. Geht man davon aus, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu einer stärkeren Bindung an den Betrieb und zu

---

<sup>322</sup> Die Humankapitaltheorie dient u.a. zur Erklärung von Einkommensunterschieden und der Entscheidung von Arbeitnehmern, das arbeitgebende Unternehmen zu wechseln bzw. der Entscheidung der Unternehmen, Arbeitnehmer zu entlassen bzw. einzustellen. Zu unterscheiden ist dabei allgemeines Humankapital (das nicht nur in einem Unternehmen verwertet werden kann) und betriebs-spezifisches Humankapital (das nur in einem spezifischen Unternehmen verwertet werden kann). Die Kosten für betriebs-spezifische Investitionen in das Humankapital werden sowohl von dem Arbeitgeber als auch von dem Arbeitnehmer getragen. Die Rentierlichkeit dieser Investition hängt für das Unternehmen insbesondere von der Beschäftigungsdauer des Arbeitnehmers ab. Vgl. Becker, Gary S.: *Human Capital: a theoretical and empirical analysis, with specific reference to education*, Chicago 1992, S. 29ff. und 245f. sowie Gerlach, Knut; Lorenz, Wilhelm: *Arbeitsmarkttheorie/-ökonomie*, in: Gaugler, Eduard; Weber, Wolfgang (Hrsg.): *Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre*, Band 5 Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 172ff.

<sup>323</sup> Vgl. Striebitz, Kerstin, a.a.O., S. 161.

<sup>324</sup> Vgl. Hansmann, Henry, a.a.O., S. 75.

<sup>325</sup> Vgl. Milgrom, Paul; Roberts, John, a.a.O., S. 413.



mehr Kostenbewußtsein führt, dürfte auch die Akzeptanz gegenüber flexiblen Arbeitszeiten und damit ununterbrochenen Maschinenlaufzeiten steigen. Desinvestitionen - Bühner nennt diese im Jargon des Shareholder Value Managements „Bereinigung des Geschäftsportfolios“<sup>326</sup> - führen regelmäßig zu Arbeitsplatzabbau, falls nicht gleichzeitig Neuinvestitionen in anderen Bereichen erfolgen. Es ist deshalb anzunehmen, daß Desinvestitionen bei den Arbeitnehmern auf Ablehnung stoßen dürften, sie als Kleinaktionäre jedoch nicht über ausreichende Mittel verfügen, diese zu verhindern.

#### 2.3.4.2. Direkte Wirkungen

Wie bereits dargestellt wurde, liegt einer der Hauptgründe für die zunehmende Bedeutung des Shareholder Value-Managements in der Zielsetzung der Unternehmensleitungen, die Gefahr feindlicher Übernahmen zu reduzieren. Die Wahrscheinlichkeit einer derartigen Übernahme hängt u.a. davon ab, ob die Anteile des Unternehmens günstig erworben werden können (also ob der Kaufpreis der Anteile niedriger als ihr tatsächlicher Wert ist) und ob überhaupt eine ausreichende Anzahl von Aktien zum Verkauf zur Verfügung stehen. Verfügt die Gruppe der Arbeitnehmer über eine substantielle und - beispielsweise in einem Fonds - gebündelte Kapitalbeteiligung, kann eine Übernahme dann verhindert werden, wenn der Besitz genau dieser Anteile für eine Beherrschung durch das übernehmende Unternehmen notwendig wäre, die Gruppe der Arbeitnehmer ihre Anteile aber nicht verkauft. Auf diese Weise konnte beispielsweise in den USA die Übernahme von Polaroid durch Shamrock vermieden werden.<sup>327</sup> Aus Sicht der Anteilseigner ist aber die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung negativ zu beurteilen, wenn sie eine Strategie des Managements zur Vermeidung einer feindlichen Übernahme darstellt: Denn der Kapitalmarkt und der Markt für Unternehmenskontrollen üben „eine Disziplinierungsfunktion auf das Management aus“<sup>328</sup>. Diese Disziplinierungsfunktion nimmt ab, sofern es dem Management – beispielsweise durch eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eventuell sogar mit einer Festlegungsfrist – gelingt, einen Teil der Anteile dem Kapitalmarkt zu entziehen. Die Wahrscheinlichkeit, daß ein anderes Unternehmen diese Aktiengesellschaft übernehmen und das Management austauschen würde, nimmt somit trotz einer schlechten Performance des Unternehmens ab. So kündigte beispielsweise der britische Mobilfunkkonzern *Vodafone Airtouch* Ende 1999 in seinem Börsenzulassungsprospekt an, den Vorstand und den Aufsichtsrat der Mannesmann AG bei einer Übernahme durch ein Mißtrauensvotum aufzulösen.<sup>329</sup> Da der Kapitalmarkt derartige Maßnahmen aber „in Form höherer Aktienkurse honoriert“<sup>330</sup>, kann sich die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung – vor allem angewandt

<sup>326</sup> Bühner, Rolf: *Unternehmerische Führung mit Shareholder Value*, in: Bühner, Rolf (Hrsg.): *Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen*, Landsberg/Lech 1994, S. 58.

<sup>327</sup> Vgl. Scholes, Myron S.; Wolfson, Mark A., a.a.O., S. 13f.

<sup>328</sup> Beyer, Jürgen, a.a.O., S. 70.

<sup>329</sup> Vgl. o.V.: *Gent will Mannesmann-Chef zum Rücktritt zwingen*, in: *Handelsblatt*, o. Jg. (1999), Nr. 249, 23. Dezember 1999, S. 1.

<sup>330</sup> Beyer, Jürgen, a.a.O., S. 69.

als Mittel zur Vermeidung feindlicher Übernahmen – also auch negativ auf den Unternehmenswert auswirken.

Unabhängig von einer eventuell tatsächlich im Zeitverlauf beobachtbaren positiven Wirkung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Wertgeneratoren des Unternehmens kann aber schon einzig die Tatsache, daß durch eine Managemententscheidung die Arbeitnehmer derart beteiligt werden, zu einer Erhöhung der Aktienkurse beitragen. Ein solcher Zusammenhang wird in den sog. „Signalling-Theorien“ hergestellt: Danach liegt es im Interesse der Eigentümer, daß das Unternehmen durch Signale den Markt mit Informationen versorgt, die eine möglichst angemessene Bewertung des Unternehmens bewirken.<sup>331</sup> In der Literatur wird insbesondere die Dividendenpolitik eines Unternehmens und der Rückkauf eigener Aktien im Rahmen dieser Theorie als mögliche positive Signale bezeichnet.<sup>332</sup> Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Unternehmenskapital kann ebenfalls als ein solches Signal bezeichnet werden: Einerseits können (potentielle) Aktionäre und Fremdkapitalgeber, die über vergleichsweise nur wenig Informationen über das Unternehmen verfügen, die Bereitschaft der Arbeitnehmer, sich am Kapital ihres arbeitgebenden Unternehmens zu beteiligen, als Signal einer optimistischen Einstellung dieser Unternehmensinsider zur Entwicklung des Unternehmens werten. Andererseits zieht eine derartige Ankündigung - wie empirische Untersuchungen in den USA zeigen - Nutzen aus der Tatsache, daß die überwiegende Mehrheit der Bevölkerung der Ansicht ist, diese Beteiligung der Arbeitnehmer führe zu einer erhöhten Arbeitsleistung und Identifikation mit dem Unternehmen<sup>333</sup> - obwohl in der Realität dieser Zusammenhang keineswegs eindeutig ist. Dies mögen Gründe dafür sein, daß Unternehmen ihre Praxis der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung regelmäßig im Rahmen ihrer Werbemaßnahmen darstellen.<sup>334</sup> Die Signalwirkung bestätigt sich auch in empirischen Untersuchungen: *Bhagat/Brickley/Lease* kamen zu dem Ergebnis, daß schon die Einführung von Kapitalbeteiligungsmodellen zu einer signifikant positiven Marktreaktion führt.<sup>335</sup>

### 2.3.5. Zusammenfassung

Im Vergleich zu den Methoden aus dem Rechnungs- und Prüfungswesen stellt das Shareholder Value-Konzept ein für die Fragestellung geeigneteres Konzept dar: Er ermöglicht nicht nur eine Aussage über die Beziehung zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert, sondern liefert insbesondere auch ein Gerüst für eine detailliertere Analyse von Wirkungszusammenhängen. Insgesamt kann auf Grundlage einer Analyse der indirekten und der direkten Wirkungen

<sup>331</sup> Vgl. Bar-Yosef, Sasson; Huffman, Lucy: The Information Content of Dividends: A Signalling Approach, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21. Jg. (1986), Nr. 1, S. 48.

<sup>332</sup> Vgl. beispielsweise Asquit, Paul; Mullins Jr., David W.: Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues, in: Financial Management, 15. Jg. (1986), Nr. 3, S. 27ff.

<sup>333</sup> Vgl. Rosen, Corex: Beyond Taxes: Using ESOPs to Boost Your Company, in: Management Review, 62. Jg. (1988), Nr. 3, S. 31.

<sup>334</sup> Vgl. Scholes, Myron S.; Wolfson, Mark A., a.a.O., S. 18.

<sup>335</sup> Vgl. Bhagat, Sanjai; Brickley, James A.; Lease, Ronald C., a.a.O., S. 213ff.

einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung gefolgert werden, daß sie eine den Cash Flow generierende Maßnahme im Sinne des Shareholder Value-Konzeptes darstellen kann. Die im (Anhang II) zusammengefasste indirekte Wirkungsanalyse zeigt, daß die zentralen Wertgeneratoren durch diese Beteiligungsform durchaus positiv beeinflusst werden können. Dies gilt insbesondere für die Bereiche Kapitalkosten, Investitionen und Steuern.

Die Auswirkungen auf das Umsatzwachstum und die Umsatzrentabilität hingegen sind weniger eindeutig: Sie sind nur dann positiv, wenn die Beteiligung zugleich zu einer höheren Arbeitsleistung und einer verbesserten Einbindung der Arbeitnehmer in das Unternehmen führt. Beide Aspekte sind jedoch nicht quantifizierbar und lassen sich deshalb in den auf Quantifizierbarkeit zielenden Ansatz nur schwer integrieren. Da jedoch die Wertgeneratoren zur Beurteilung einer Maßnahme additiv und nicht multiplikativ zu verknüpfen sind, kann man selbst bei einer neutralen oder gar beschränkt negativen Wirkung auf das Umsatzwachstum und die Umsatzrentabilität die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Sinne des Shareholder Value-Konzeptes insgesamt positiv beurteilen: Sind begünstigende staatliche Regelungen vorhanden, liegt eine besondere Attraktivität in den steuerlichen Implikationen der Beteiligung, die beispielsweise dazu führen können, daß das Unternehmen seine Eigenkapitalbasis auf Kosten der Steuereinnahmen des Staates erhöhen kann. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung kann auch eine vergleichsweise günstige Finanzierungsalternative darstellen, da die Renditeforderungen der Arbeitnehmer bei Erfüllung bestimmter Voraussetzungen - insbesondere bei hoher Arbeitsplatzsicherheit - niedriger liegen können als bei externen Kapitalgebern. Während hierdurch Investitionen erleichtert werden, ist eine im Sinne des Ansatzes negativ zu bewertende Ablehnung der Arbeitnehmer-Aktionäre gegenüber Neuinvestitionen von eher hypothetischer Bedeutung: Diese wäre zwar prinzipiell möglich, allerdings nur unter der Voraussetzung, daß die Höhe des Kapitalanteils der Arbeitnehmer eine Einflußnahme auf derartige Entscheidungen tatsächlich zulässt. Die direkte Wirkungsanalyse kommt zu eher ambivalenten Ergebnissen: Einerseits kann durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung die Wahrscheinlichkeit feindlicher Übernahmen reduziert werden – dies dient jedoch nicht in jedem Fall der Wertsteigerung des Unternehmens. Andererseits kann diese Beteiligung aber eine positive Signalwirkung für weitere Eigen- und Fremdkapitalgeber haben. Vor diesem Hintergrund kann die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung selbst bei beschränkt negativen indirekten Wirkungen bei entsprechender Kommunikation nach außen sinnvoll sein - vergleichbar der Tatsache, daß Unternehmen trotz einer Erhöhung ihres Verschuldungsgrades dennoch Dividenden ausschütten.<sup>336</sup>

Insgesamt kann für die direkte und indirekte Wirkungsanalyse der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung gefolgert werden, daß durchaus Ansätze zur Steigerung des Unternehmenswertes vorhanden sind. Die Zentrierung auf die genannten Wertgeneratoren bedeutet aber auch eine Schwäche des Konzeptes: Die Analyse erfolgt - ebenso wie bei den bereits geschilderten Methoden - auf der Grundlage von

---

<sup>336</sup> Vgl. Ravid, Abraham S.; Sarig, Oded H.: Financial Signalling by Committing to Cash Outflows, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 26. Jg. (1991), Nr. 2, S. 165f.

quantitativen, monetär meßbaren Größen. Das Konzept ermöglicht dabei durchaus, Wirkungszusammenhänge zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und diesen quantitativen Größen auszumachen. Wie jedoch schon in der Kritik dargestellt wurde, entspricht eine ausschließlich an quantitativen Kriterien orientierte Bewertung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung weder den Interessenslagen sämtlicher Anteilseigner noch den gesellschaftlich und politisch geprägten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Deutschland und auch in Frankreich. So macht beispielsweise der Geschäftsbericht der DaimlerChrysler AG 1998 sichtbar, daß Entscheidungen nicht ausschließlich an den Interessen der Anteilseigner ausgerichtet werden – wird dort doch formuliert: „Wir schaffen hervorragenden Wert für unsere Kunden, unsere Mitarbeiter und unsere Aktionäre.“<sup>337</sup> Der Vorstandsvorsitzende der DaimlerChrysler AG, *Schrempp* konkretisiert diese Zielsetzungen des Unternehmens folgendermaßen:

„Unser Ziel muß und wird darin bestehen, ein globales Unternehmen zu schaffen, das sich seiner sozialen und wirtschaftlichen Verantwortung, gegenüber seinen Investoren sowie seinen Mitarbeitern und ‚Communities‘, in denen es tätig ist, stets bewußt ist.“<sup>338</sup>

Zwar ergab die vorangegangene Analyse der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung, daß zwischen dieser Beteiligung und dem Unternehmenswert im Sinne des Shareholder Values durchaus positive Zusammenhänge identifizierbar sind - dennoch läßt sich daraus beispielsweise aus Sicht der DaimlerChrysler AG eine Anwendung dieses Beteiligungskonzeptes noch nicht rechtfertigen: Denn bislang sind es lediglich die von *Schrempp* genannten Einkommensinteressen der Investoren, auf die sich die vorangegangene Analyse konzentrierte. Qualitative Aspekte – also beispielsweise die von *Schrempp* aufgeführte soziale und wirtschaftliche Verantwortung gegenüber den „Mitarbeitern“ und „Communities“ - blieben der Analyse bislang weitestgehend verschlossen. Darin zeigt sich erneut ein Defizit des Ansatzes: Denn diese qualitativen Aspekte stehen durchaus in einem Zusammenhang mit den genannten Interessen der Anteilseigner, sind aber schwerlich in die Konstruktion des Shareholder Value-Konzeptes integrierbar. Im Geschäftsbericht der DaimlerChrysler AG wird dieser Zusammenhang folgendermaßen dargestellt:

„Ihr Unternehmen ist eben nicht nur Speerspitze bei Automobilen, Transportprodukten und Dienstleistungen, sondern steht auch für ein Höchstmaß an Verantwortung. Verantwortung in wirtschaftlicher, sozialer und ökologischer Hinsicht. (...) Diese internationale, auch gesellschaftliche Verantwortung steht nicht in Gegensatz zu unserem Bekenntnis zur Profitabilität: Einerseits kann nur ein profitables Unternehmen ein soziales Unternehmen sein. Andererseits ermöglicht nur ein verantwortungsvoller Umgang mit unserer globalen Umwelt Wachstum und Profitabilität.“<sup>339</sup>

---

<sup>337</sup> DaimlerChrysler AG: Geschäftsbericht 1998, Stuttgart/Auburn Hills 1999, S. 5.

<sup>338</sup> [http://www.daimlerchrysler.de/index\\_g.htm](http://www.daimlerchrysler.de/index_g.htm) (aufgerufen am 13. 04. 1999)

<sup>339</sup> DaimlerChrysler AG, a.a.O., S. 11.

Ähnliche Sichtweisen finden sich auch in den USA. So äußert beispielsweise *Welch*, der Chef von *General Electric*: „Shareholder-Value kann nur schaffen, wer zufriedene und motivierte Mitarbeiter hat.“<sup>340</sup>

In den folgenden Abschnitten soll deshalb das Untersuchungsfeld über die Interessen der Investoren hinaus erweitert und der Frage nachgegangen werden, wie die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung aus einer solchen – also nicht nur an einem Shareholder Value-Konzept ausgerichteten - Perspektive zu beurteilen ist.

---

<sup>340</sup> Welch, Jack, zitiert nach Fehr, Benedikt: Das Geheimnis Six Sigma, in: Manager Magazin, 29. Jg. (1999), Nr. 11, S. 279.

## 2.4. Stakeholder Value-Konzept

### 2.4.1. Definition und Begründung

Durch das Konzept des Stakeholder Value, das in der englischsprachigen Literatur insbesondere auf *Freeman*<sup>341</sup> zurückzuführen ist, wird auf der Basis einer sozio-ökonomischen Analyse des Unternehmens versucht, die explizit und implizit formulierten Ansprüche unterschiedlicher Gruppen an das Unternehmen in den Entscheidungsprozeß einzubeziehen. Explizite Ansprüche sind unter anderem die in Kauf- oder Arbeitsverträgen geregelten Verpflichtungen. Zu den impliziten Ansprüchen gehört beispielsweise die Erwartung des Kunden, auch nach dem Kauf eines Produktes auf Service- und Garantieleistungen des Verkäufers vertrauen zu können. Implizite Erwartungen des Arbeitnehmers beziehen sich unter anderem auf die Arbeitsbedingungen oder die Arbeitsplatzsicherheit.

Der Begriff „Stakeholder“ wird nach *Freeman* folgendermaßen definiert:

„A stakeholder in an organization is ... any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives“.

<sup>342</sup>

Das Konzept ist dem Koalitionsmodell der Betriebswirtschaftslehre zuzuordnen und baut auf der Kritik an den normativen Grundlagen des Shareholder Value-Konzepts auf, da der Zielkatalog des Unternehmens über monetäre und marktbezogene Größen hinaus zu einem strategischen Konzept der Stakeholder erweitert wird.<sup>343</sup>  
Dementsprechend

„sind Managementleistungen danach zu bewerten, inwiefern es dem Manager gelungen ist, durch ein geschicktes Management der impliziten Ansprüche aller Stakeholder langfristig Unternehmenswert für die Aktionäre zu schaffen.“<sup>344</sup>

Nach dieser hier gewählten Definition stellt also auch für eine am Stakeholder Value orientierte Unternehmensführung die Steigerung des Unternehmenswertes die oberste Zielsetzung dar – sie unterscheidet sich allerdings von anderen Begriffsklärungen des Konzeptes: Das Management der Ansprüche der Stakeholder dient

<sup>341</sup> Vgl. Freeman, Edward R.: Strategic Management: A Stakeholder Approach, Marshfield 1984. Ein zusammenfassender Überblick findet sich bei ders.: Strategic Management: A Stakeholder Approach, in: Advances in Strategic Management. A Research Annual, 1. Jg. (1983), S. 31-60. Die Rezeption in der deutschsprachigen Literatur erfolgte insbesondere durch Janisch, Monika, a.a.O. und Gomez, Peter: Wertmanagement. Vernetzte Strategien für Unternehmen im Wandel, a.a.O.

<sup>342</sup> Freeman, Edward R.: Strategic Management: A Stakeholder Approach, a.a.O., S. 46. In der deutschen Literatur wird der Begriff Stakeholder zumeist als „Anspruchsgruppe“ übersetzt. Dies impliziert jedoch fälschlicherweise, daß bereits eine Forderung an das Unternehmen besteht. Im weiteren sei deshalb überwiegend der Begriff „Stakeholder“ verwendet.

<sup>343</sup> Vgl. Brune, Jens W., a.a.O., S. 214.

<sup>344</sup> Speckbacher, Gerhard: Standpunkt: Ist der Stakeholder Ansatz ein Konzept für Moralisten? Zur Interdependenz von Wertschaffung und Wertverteilung, a.a.O., S. 352.

beispielsweise nach *Janisch* dem Ziel, die „langfristig sinnvolle Überlebensfähigkeit“<sup>345</sup> des Unternehmens zu sichern. Dieser Sichtweise sei hier nicht gefolgt: Nicht die Überlebensfähigkeit des Unternehmens, sondern die Steigerung seines Wertes bleibt – wie beim Shareholder Value-Konzept auch – zentrales Kriterium für die Beurteilung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung. Allerdings liefert der Stakeholder Value durch die Ausweitung der Analyse auf andere Interessensgruppen im Vergleich zum Shareholder Value-Konzept ein erweitertes Kriterienschema – nach *Milgrom/Roberts* eine bedeutsame Voraussetzung zur Effizienzbeurteilung einer Maßnahme:

„It is distinctly possible that a particular choice from a given set of alternatives will be efficient relative to the interests of a given group of people, but not when a some larger affected group is considered.“<sup>346</sup>

In Deutschland und Frankreich sehen die gesetzlichen Rahmenbedingungen zwar ohnehin traditionell sehr spezifische Regelungsmechanismen vor, die es erleichtern sollen, die Interessen der Nicht-Aktienbesitzer zu schützen. Der Stakeholder Value korreliert dennoch nicht, wie *Speckbacher* beschreibt, „zum deutschen Verständnis von Unternehmensführung“<sup>347</sup>, viel mehr ist hierzulande eher ein Übergang von der heute noch „primär gelebten ‘Stakeholder-Wirtschaft’ zur ‘Shareholder-Wirtschaft’“<sup>348</sup> zu konstatieren.

In der Literatur findet sich keine einheitliche und erschöpfende Auflistung der Stakeholder, da deren Identifikation sowie gruppenspezifische Segmentierung von der jeweiligen Analysesituation und den Interessen des Verfassers abhängt. So unterscheiden *Steinmann/Gerum* zunächst lediglich vier „für den wirtschaftlichen Handlungszusammenhang ordnungsrelevante Interessen bzw. Interessensgruppen“<sup>349</sup>. Die Grundrelation wirtschaftlichen Handelns besteht nach ihrer Ansicht zwischen den Produzenten und den Konsumenten. Erstere sind an möglichst günstigen Arbeitsbedingungen, letztere an einer optimalen Bedürfnisbefriedigung interessiert. Das Kapitalinteresse ist lediglich ein systembezogener Tatbestand – abgeleitet aus dem kapitalistischen Wirtschaftssystem, in dem „die Produzenten als Träger der Arbeit“ nicht mehr „zugleich über die Produktionsmittel“<sup>350</sup> verfügen. Systemindifferent ist hingegen das öffentliche Interesse, das auf die Koordination der Aktivitäten der Interessensgruppen gerichtet ist.<sup>351</sup> Differenziert man im Sinne des Ansatzes die Stakeholder weiter aus, können hierzu Aktionäre, Arbeitnehmer, Manager, Gewerkschaften, Kunden, Lieferanten, Verbraucherverbände, Fremdkapitalgeber, Kon-

<sup>345</sup> Janisch, Monika, a.a.O., S. 115.

<sup>346</sup> Milgrom, Paul; Roberts, John, a.a.O., S. 22.

<sup>347</sup> Speckbacher, Gerhard: Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, a.a.O., S. 637.

<sup>348</sup> Bühner, Rolf; Tuschke, Anja, a.a.O., S. 499 (Anführungszeichen im Original).

<sup>349</sup> Steinmann, Horst; Gerum, Elmar: Unternehmensordnung, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 1 Grundfragen, 5. Aufl., Stuttgart/New York 1990, S. 210.

<sup>350</sup> Ebenda, S. 212.

<sup>351</sup> Vgl. ebenda, S. 211ff.

kurrenten und der Staat zählen. Eine weitere Segmentierung einiger Stakeholder kann je nach Analysegegenstand notwendig sein, dies gilt beispielsweise für die Gruppe der Mitarbeiter, die anhand ihres Einkommens, ihrer Qualifikation oder ihrer Stellung im Unternehmen weiter differenziert werden können. Ähnliches gilt für die Unternehmenseigentümer, die nach dem Kriterium segmentiert werden können, ob sie zugleich auch Arbeitnehmer des Unternehmens sind oder nicht.

Eine andere Einteilung unterscheidet zwischen primären Stakeholdern, die einen eindeutigen und starken Einfluß auf das Unternehmen ausüben, und sekundären Stakeholdern, die einen indirekten, eher geringen und auf einen bestimmten Zeitpunkt beschränkten Einfluß haben.<sup>352</sup> Diese können wiederum in „social stakeholders“ (wie die Arbeitnehmer) und „non-social stakeholders“ (wie Tierschutzverbände) unterteilt werden.<sup>353</sup>

*Freeman/Gilbert* unterscheiden die einer „Unrestricted Stakeholder Enterprise Strategy“, in der sämtliche Gruppen, die Ansprüche an das Unternehmen haben, zufriedengestellt werden sollen, und die einer „Restricted Stakeholder Enterprise Strategy“, die vorrangig die Interessen der primären Stakeholder befriedigen möchte. Hierzu zählen die Autoren die Kunden, die Arbeitnehmer und die Aktionäre.<sup>354</sup> In Anlehnung an *Janisch* können sie als „strategische Anspruchsgruppen“ definiert werden, da sie über „effektiv wirkende, erfolgreiche Macht“ und auch über „den Willen zur Machtausübung“ verfügen.<sup>355</sup>

Die Bedeutung dieser strategischen Stakeholder kann weiter aufgefächert werden: So sind die jeweiligen Ansprüche der Arbeitnehmer an das Unternehmen davon abhängig, wie ihre Qualifikationen verwertbar sind. Besitzen sie Qualifikationen, die allgemein 'marktgängig' und damit auch außerhalb des arbeitgebenden Unternehmens verwertbar sind, stellen sie geringere Ansprüche an das Unternehmen als wenn sie überwiegend betriebsspezifische Qualifikationen nachweisen können. Das Unternehmen seinerseits kann, wenn ein effizienter Arbeitsmarkt vorhanden ist, den Verlust von Arbeitnehmern mit 'marktgängigen' Qualifikationen unter geringeren Kosten kompensieren als dies von Arbeitnehmern mit hohem betriebsspezifischen Humankapital der Fall ist.<sup>356</sup>

In der Literatur finden sich zwei Ebenen zur Begründung des Stakeholder-Ansatzes: Auf einer normativen Ebene wird - wie beispielsweise bei *Alkhafaji* - der einzig an Aktionärsinteressen orientierten Unternehmensführung der Entwurf einer durch das soziale Umfeld kontrollierten Unternehmensführung entgegengestellt.<sup>357</sup> Auf einer

---

<sup>352</sup> Vgl. Schmid, Uwe: Das Anspruchsgruppen-Konzept, in: Das Wirtschaftsstudium, 26. Jg. (1997), Nr. 7, S. 634.

<sup>353</sup> Vgl. Wheeler, David; Sillanpää, Maria: The Stakeholder Corporation, London 1997, S. 5.

<sup>354</sup> Vgl. Freeman, Edward R.; Gilbert, Daniel R.: Corporate Strategy and the Search for Ethics, Englewood Cliffs 1988, S. 76ff.

<sup>355</sup> Janisch, Monika, a.a.O., S. 124f.

<sup>356</sup> Vgl. Hill, Charles, W.L.; Jones, Thomas M.: Stakeholder-Agency Theory, in: Journal of Management Studies, 29. Jg. (1992), Nr. 2, S. 133.

<sup>357</sup> Vgl. Alkhafaji, Abbass F.: A Stakeholder Approach to Corporate Governance, Westport 1989, S. 30ff.



instrumentellen Ebene wird die Bedeutung der Stakeholder für die Leistungsfähigkeit und damit für den Wert des Unternehmens hervorgehoben. Sie unterscheidet sich von der normativen Sichtweise dahingehend, daß die Maßnahmen der Unternehmensleitungen nicht die Maximierung des Gemeinwohls, sondern die Steigerung des Unternehmenswertes durch Generierung von Cash Flows zum Ziel haben. Dabei hängt der Wert des Unternehmens davon ab, in welchem Maße es der Unternehmensführung angesichts einer gestiegenen Komplexität und Dynamik der Umwelt gelingt, interaktive Beziehungen zu jenen Kräften aufzubauen, die die Tätigkeit des Unternehmens beeinflussen<sup>358</sup> und selbst von dem Verhalten des Unternehmens beeinflußt werden: *MacMillan/Jones* betonen die strategische Bedeutung der Stakeholder für den Unternehmenserfolg: „*Stakeholder support is essential, or their opposition must be negated, if a major strategic change is to be implemented.*“<sup>359</sup> *Cornell/Shapiro* zeigen anhand empirischer Beispiele auf der Grundlage eines „Stakeholder Signalling-Modells“, daß der Wert der Aktien eines Unternehmens auch davon abhängt, in welchem Maße bei der Informationspolitik des Unternehmens neben den Investoren auch die „non-investor stakeholders“ angesprochen werden.<sup>360</sup> *Göbel* beschreibt am Beispiel der deutschen Zigarettenindustrie die Bedeutung der Stakeholder für die Absatzmenge, den Aktienkurs und die Fluktuationsrate der Unternehmen.<sup>361</sup> *Greenley/Foxall* betonen ebenfalls, wie relevant der Stakeholder Value für den Unternehmenserfolg ist: Ein Ergebnis ihrer empirischen Untersuchung ist, daß den Stakeholdern besonders unter starken Wettbewerbsbedingungen eine hohe Bedeutung zukommt, die Notwendigkeit einer Stakeholder-Orientierung aber mit zunehmendem Marktwachstum abnimmt.<sup>362</sup> Damit steht dieses Konzept nicht in krasssem Gegensatz zum Shareholder Value-Konzept, viel eher folgt es der Überzeugung, daß gerade ein tatsächlich am Shareholder Value orientiertes Unternehmen „sich der Bedeutung von Austauschbeziehungen mit der Unternehmensumwelt bewußt“<sup>363</sup> ist und deshalb ein „proaktives Management seiner Umweltbeziehungen“<sup>364</sup> anstrebt. Diese instrumentelle Sichtweise soll für die weiteren Ausführungen grundlegend sein.

---

<sup>358</sup> Vgl. Meier-Scherling, Philipp: Shareholder Value Analyse vs. Stakeholder Management: Unternehmenspolitische Grundkonzeptionen als Ansätze zur Erweiterung der Theorie der Unternehmung, Diss. Freiburg 1996, S. 104f.

<sup>359</sup> MacMillan, Ian C.; Jones, Patricia E.: *Strategy Formulation: Power and Ethics*, 2. Aufl., St. Paul, 1986.

<sup>360</sup> Vgl. Cornell, Bradford; Shapiro, Alan C.: *Corporate Stakeholders and Corporate Finance*, in: *Financial Management*, 16. Jg. (1987), Nr. 1, S. 11ff.

<sup>361</sup> Vgl. Göbel, Elisabeth: *Der Stakeholderansatz im Dienste einer strategischen Früherkennung*, in: *Zeitschrift für Planung*, Band 6 (1995), S. 62ff.

<sup>362</sup> Vgl. Greenley, Gordon E.; Foxall, Gordon R.: *Multiple Stakeholder Orientation in UK Companies and the Implication for Company Performance*, in: *Journal of Management Studies*, 43. Jg. (1997), Nr. 2, S. 276ff.

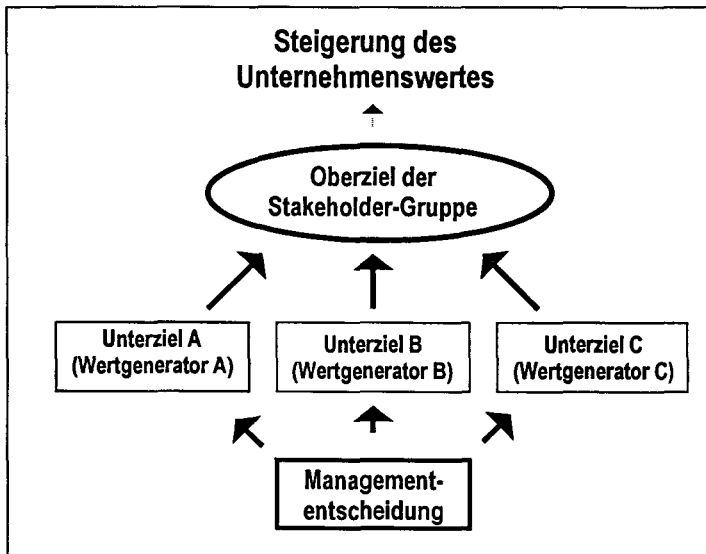
<sup>363</sup> Farnleitner, Hannes, a.a.O., S. 262.

<sup>364</sup> Schmid, Uwe, a.a.O., S. 633.

## 2.4.2. Wertsteigerung

Die Vorgehensweise nach dem Stakeholder Value-Konzept ähnelt der des Shareholder Value-Konzeptes: Das System der Wertgeneratoren von Rappaport wird spiegelbildlich auf die einzelnen Stakeholder übertragen. Nach der Analyse der relevanten Stakeholder erfolgt die „Entwicklung von Strategien, die zur Nutzen-generierung geeignet sind.“<sup>365</sup> Hierzu müssen geeignete Maßnahmen im Umgang mit den jeweiligen Stakeholdern gefunden und die Verhaltensweisen gegenüber ihnen abgestimmt werden. Für jede Stakeholder-Gruppe werden Wertgeneratoren definiert, die den mit der Austauschbeziehung zum Unternehmen verbundenen Unterzielen dieser Gruppe entsprechen. Die Erfüllung der Zielsetzungen hat instrumentellen Charakter für das dieser Austauschbeziehung zugrundeliegende Oberziel und nimmt damit die Funktion von Wertgeneratoren ein, da sie für die jeweilige Stakeholder-Gruppe und für das Unternehmen zu einer Nutzengenerierung führt. Eine am Unternehmenswert orientierte Managemententscheidung ist deshalb daran zu überprüfen, inwieweit sie sich an den Nutzenvorstellungen der Stakeholder ausrichtet. Der Zusammenhang ist in Abbildung 5 dargestellt:

**Abbildung 5:**  
Unternehmenswertgenerierung nach dem  
Stakeholder Value-Konzept



Quelle: Eigene Erstellung

<sup>365</sup> Meier-Scherling, Philipp, a.a.O., S. 112.

Am Beispiel der Stakeholder-Gruppe 'Arbeitnehmer' verdeutlicht bedeutet dies: Die Arbeitnehmer eines Unternehmens haben Erwartungen an das Unternehmen, in das sie spezifische Vermögenswerte investiert haben. Sie stellen dem Unternehmen beispielsweise ihre Arbeitszeit und ihr Humankapital zur Verfügung und erwarten hierfür ein angemessenes Einkommen sowie akzeptable Arbeitsbedingungen.<sup>366</sup> Diese Erwartungen haben den Charakter von Wertgeneratoren, da ihre Erfüllung dem Oberziel der Arbeitnehmer, das beispielsweise in der Steigerung ihrer Lebensqualität bestehen kann, entspricht.<sup>367</sup> Ein ähnliches Austauschverhältnis besteht zwischen dem Unternehmen und den Konsumenten: Deren Leistung gegenüber dem Unternehmen besteht im Kauf von Produkten und in ihrer Markentreue, ihre Wertgeneratoren sind beispielsweise ein befriedigendes Preis-/Leistungsverhältnis, guter Service und günstige Konditionen.

Treten Konflikte zwischen dem Unternehmen und den relevanten Stakeholdern auf – erbringt es also die geforderten Gegenleistungen nicht - verfügen die Stakeholder über Sanktionsmöglichkeiten: Die Arbeitnehmer reduzieren ihre Arbeitsleistung oder wechseln zu einem anderen Unternehmen, die Konsumenten wechseln zum Produkt eines anderen Herstellers. Der ökonomische Zusammenhang zwischen der Befriedigung der impliziten Erwartungen und dem Unternehmenswert liegt - dem Shareholder Value-Konzept vergleichbar - im unternehmensspezifischen Risiko: Da die Erwartungen der Stakeholder an das Unternehmen gebunden sind, ist das Risiko, daß diese Erwartungen nicht erfüllt werden, nicht diversifizierbar. Steigt das Unternehmensrisiko, nimmt zugleich für die Stakeholder die Wahrscheinlichkeit, daß ihre impliziten Erwartungen nicht erfüllt werden können, zu. Sie erhöhen ihre expliziten Ansprüche - beispielsweise bei Lohnforderungen - , die Cash Flows nehmen ab, der Unternehmenswert sinkt.<sup>368</sup>

#### *2.4.3. Abgrenzung gegenüber dem Shareholder Value-Konzept und Kritik*

Das Stakeholder Value-Konzept und das Shareholder Value-Konzept unterscheiden sich neben der Forderung, die Wechselbeziehungen zwischen dem Unternehmen und seiner Umwelt zu berücksichtigen, insbesondere in der Fristigkeit der Zielvorstellungen: Während der Sinn der Wertanalyse nach dem Shareholder Value-Konzept für die einzig betrachtete Gruppe der Anteilseigner vorrangig in einer kurzfristig ableitbaren Steigerung der Profitabilität besteht, liegt er nach dem Stakeholder Value-Konzept vor allem in einer dauerhaften Wertentwicklung des Unternehmens. Daraus ergeben sich Konsequenzen für die Beurteilung der Aufgabenerfüllung der Entscheidungsträger im Unternehmen: In Abgrenzung zum Shareholder Value-Konzept, „wonach die Profitabilität aus Sicht der Aktionäre automatisch auch das Wohl der Unternehmung als Ganzes“<sup>369</sup> fördert, ist nach dem Stakeholder Value-Konzept gerade die Berücksichtigung der Ansprüche anderer

---

<sup>366</sup> Vgl. Hill, Charles, W.L.; Jones, Thomas M., a.a.O., S. 133.

<sup>367</sup> Vgl. Janisch, Monika, a.a.O., S. 221.

<sup>368</sup> Vgl. Cornell, Bradford; Shapiro, Alan C., a.a.O., S. 6f.

<sup>369</sup> Speckbacher, Gerhard: Standpunkt: Ist der Stakeholder Ansatz ein Konzept für Moralisten? Zur Interdependenz von Wertschaffung und Wertverteilung, a.a.O., S. 348.

Stakeholder – also nicht nur der Eigenkapitalgeber – Voraussetzung, um den Unternehmenswert langfristig zu steigern.<sup>370</sup> Nach dem Shareholder Value-Konzept ist also die Wertsteigerung das Ziel der unternehmerischen Entscheidungen, im Stakeholder-Ansatz ist sie hingegen ein „Indikator für den Markt- und Kundenerfolg der Unternehmung“<sup>371</sup>.

Daß die Zielvorstellungen von Stakeholdern berücksichtigt werden soll bedeutet jedoch nicht, daß es sich beim Stakeholder Value um „ein Konzept für Moralisten“<sup>372</sup> handelt: Die Elemente der Wertsteigerungsanalyse von *Rappaport* finden auch hier ihren Niederschlag, allerdings vor einem zielppluralistischen Hintergrund, da neben den Anteilseignern weitere Stakeholder berücksichtigt werden. Durch die Ausdehnung des Spektrums auf implizite Ansprüche an das Unternehmen kommt es jedoch zu einer Zunahme von Zielvorstellungen, folglich wird auch die Anzahl der Wertgeneratoren und damit der Koordinationsaufwand eines Stakeholder-Managements substantiell erhöht, so daß die Kosten der Entscheidungsfindung steigen.<sup>373</sup> Da das Stakeholder Value-Konzept hierbei die methodische Vorgehensweise des Shareholder Value-Konzepts bei der Wertsteigerung übernimmt, gelten auch die Kritikpunkte zu den finanzwirtschaftlichen Implikationen des Ansatzes. Die Auswirkungen dieser methodischen Defizite können durch die Einbeziehung zahlreicher Stakeholder vergleichsweise sogar stärker sein, da die Möglichkeit einer Multiplikation von möglichen Fehlerquellen besteht.<sup>374</sup> Ähnliches gilt auch für den Grad der Segmentierung innerhalb der Stakeholder in verschiedene Subkategorien, welche die Komplexität des Systems zwar erhöhen, gleichzeitig aber die Operationalisierbarkeit erheblich reduzieren. Auch stellt die Auswahl der zu berücksichtigenden Stakeholder ein prinzipiell nicht lösbares Problem dar: Bei Großunternehmen könnten hunderte von Stakeholder-Gruppen identifiziert werden<sup>375</sup>, so daß eine Beschränkung auf zentrale Stakeholder notwendig ist, was aber wiederum gerade die ganzheitliche Sichtweise des Ansatzes in Frage stellt. Hinzu kommt, daß die Anforderungen der zentralen Stakeholder dynamischer Natur sind und damit eine mit hohem Koordinationsbedarf verbundene stetige Anpassung erfordern. Die Ausrichtung der Unternehmensstrategie auf wenige Stakeholder birgt auch ein weitergehendes Risiko: Momentan als eher unbedeutend eingestufte Stakeholder können im Zeitverlauf erheblich an Bedeutung gewinnen. Eine nicht kurzfristig revidierbare Entscheidung kann den Unternehmenswert zu einem späteren Zeitpunkt dann minimieren, wenn die Macht der entsprechenden Stakeholder-Gruppe zwischenzeitlich erheblich zugenommen hat.

---

<sup>370</sup> Vgl. ebenda, S. 352.

<sup>371</sup> Meier-Scherling, Philipp, a.a.O., S. 118.

<sup>372</sup> Speckbacher, Gerhard: Standpunkt: Ist der Stakeholder Ansatz ein Konzept für Moralisten? Zur Interdependenz von Wertschaffung und Wertverteilung, a.a.O., S. 347.

<sup>373</sup> Vgl. Brune, Jens W., a.a.O., S. 216.

<sup>374</sup> Vgl. ebenda, S. 284.

<sup>375</sup> Vgl. Freeman, Edward R.: Strategic Management. A Stakeholder Approach, in: Lamb, Robert (Hrsg.): Advances in Strategic Management, a.a.O., S. 52.

#### 2.4.4. Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Stakeholder Value

In der Literatur zum Stakeholder Value wird beispielsweise von *Wheeler/Sillanpää*<sup>376</sup> und *Alkhafaji*<sup>377</sup> die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung durchaus als Maßnahme der Nutzengenerierung im Bereich der Mitarbeiter diskutiert. Die Autoren versäumen es aber, diese Beteiligung auch im Lichte der Interessen anderer zentraler Stakeholder zu hinterfragen. Deshalb werden in den folgenden Abschnitten neben den Wertgeneratoren der Mitarbeiter auch die Wertgeneratoren anderer zentraler Stakeholder in die Analyse miteinbezogen.

##### 2.4.4.1. Wertgeneratoren der Arbeitnehmer

###### 2.4.4.1.1. Zielsystem

In der einschlägigen Literatur zum Stakeholder Value-Konzept wird die Arbeitnehmer-Kapitalbeteiligung als eine mögliche Maßnahme zur Nutzengenerierung des Stakeholder 'Arbeitnehmer' dargestellt.<sup>378</sup> Die Nutzengenerierung erfolgt dem Ansatz entsprechend durch eine positive Wirkung auf die Wertgeneratoren. Diese wurden im vorangegangenen Abschnitt als Unterziele definiert, die für den Erfüllungsgrad der Oberziele der Stakeholder entscheidend sind. Die allgemeine betriebswirtschaftliche Literatur setzt sich zwar ausgiebig mit den Zielen des Unternehmens sowie den auftretenden Zielkonflikten auseinander, die Zielsetzungen der Arbeitnehmer bleiben jedoch bis auf wenige Ausnahmen unberücksichtigt.<sup>379</sup> Dies gilt erstaunlicherweise auch für weite Teile der personalwissenschaftlichen Literatur: Diese beschäftigt sich zwar detailliert mit den Zielen der eigenen Teildisziplin und von personalwirtschaftlichen Maßnahmen, die notwendige Berücksichtigung der Ziele des betrachteten Subjekts - des Arbeitnehmers - und der daraus eventuell entstehenden Zielkonflikte nimmt auch hier eine vergleichsweise untergeordnete Stellung ein.<sup>380</sup>

Dies mag daran liegen, daß eine Kategorisierung von Arbeitnehmerzielen der nahezu unendlich erscheinenden Vielfalt an unterschiedlichen Vorstellungen der Mitarbeiter nicht gerecht würde und sich zudem Zielprioritäten im Zeitverlauf ändern. Erschwerend kommt hinzu, daß - sofern überhaupt der Versuch gemacht wird, Mitarbeiterziele zu bestimmen - die Ergebnisse sehr vom „Blickwinkel“ des Betrachters und seinen Interessen geprägt sind. So stellt beispielsweise das bereits Mitte der 70er Jahre durch eine Projektgruppe des Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Instituts des Deutschen Gewerkschaftsbundes entwickelte Programm zur sog. „Arbeitsorientierten Einzelwirtschaftslehre“ u.a. einen Versuch dar, einen Interessenkatalog der Beschäftigten aufzustellen: Die Autoren zählten hierzu insbesondere die Sicherung der Arbeitsplätze und des Einkommens, sowie die optimale

<sup>376</sup> Vgl. Wheeler, David; Sillanpää, Maria, a.a.O., S. 69f.

<sup>377</sup> Vgl. Alkhafaji, Abbass F., a.a.O., S. 252f.

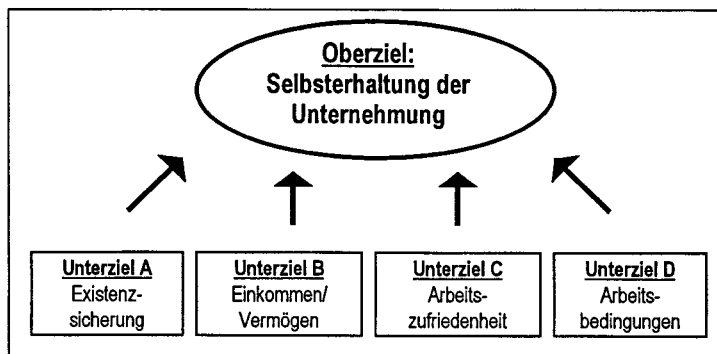
<sup>378</sup> Vgl. beispielsweise Wheeler, David; Sillanpää, Maria, a.a.O., S. 247ff.

<sup>379</sup> Siehe stellvertretend für viele Schierenbeck, Henner: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 10. Aufl., München/Wien 1989.

<sup>380</sup> Siehe beispielsweise Drumm, Hans Jürgen: Personalwirtschaftslehre, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York/Tokio 1992.

Gestaltung der Arbeit.<sup>381</sup> Empirisch bestätigt und ergänzt wird dieser Interessenkatalog u.a. durch den Datenreport des Statistischen Bundesamtes aus dem Jahr 1992. Danach gehören die Sicherheit des Arbeitsplatzes, das Verhältnis zu den Kollegen, eine abwechslungsreiche Tätigkeit, Selbständigkeit, Verdienstmöglichkeiten, günstige Arbeitszeitregelungen, Aufstiegschancen und Prestige zu den aus Arbeitnehmersicht wichtigsten Arbeitsplatz- und Tätigkeitsmerkmalen.<sup>382</sup> Auffallend ist hierbei, daß die Mehrzahl dieser Erwartungen nicht arbeitsvertraglich geregelt sind, sondern Gegenstand eines „psychologischen Kontraktes“<sup>383</sup> zwischen dem Arbeitnehmer und dem arbeitgebenden Unternehmen sind und somit nur schwer erfaßt werden können. Trotzdem soll der Versuch unternommen werden, auf der Grundlage des dünnen Datenmaterials unter Zuhilfenahme von subjektiven Plausibilitätsüberlegungen ein mit der Arbeitnehmertätigkeit verbundenes Oberziel sowie davon abgeleitete Unterziele zu identifizieren. Dies erfolgt auf der Grundlage des in Abbildung 6 dargestellten „Zielsystem der Arbeitnehmer“<sup>384</sup> von Seiwert, das als Synthese verschiedener empirischer Untersuchungen Ende der 70er Jahre erarbeitet und von zahlreichen anderen Autoren übernommen wurde<sup>385</sup>. Um den Wandel der Zielprioritäten zu verdeutlichen, wird es dem Zielsystem der Mitarbeiter von Janisch aus dem Jahr 1992 (Abbildung 7) gegenübergestellt.

**Abbildung 6:**  
Zielsystem der Arbeitnehmer nach Seiwert



*Quelle: Eigene Erstellung, in Anlehnung an Seiwert, Lothar: Mitbestimmung und Zielsystem der Unternehmung, Göttingen 1979, S. 262.*

<sup>381</sup> Vgl. Schanz, Günther: Wissenschaftsprogramme der Betriebswirtschaftslehre, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 1 Grundfragen, 4. Aufl., Stuttgart/New York 1988, S. 93ff.

<sup>382</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (Hrsg.): Datenreport 1992. Zahlen und Fakten über die Bundesrepublik Deutschland, Schriftenreihe der Bundeszentrale für politische Bildung, Band 309, Bonn 1992, S. 586.

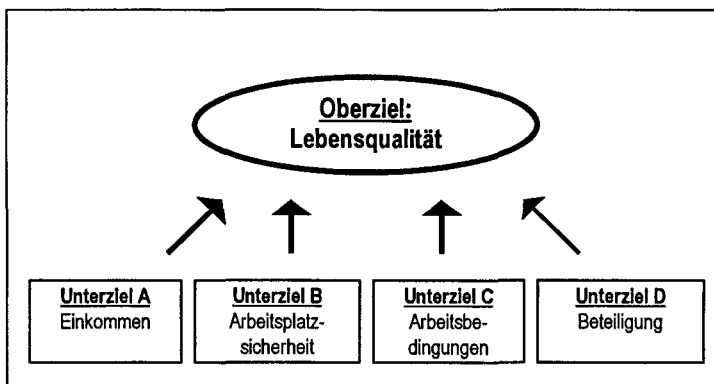
<sup>383</sup> Siehe zum Begriff des psychologischen Kontraktes Rousseau, Denise M.; Greller, Martin M.: Guest Editors' Overview: Psychological Contracts and Human Resource Practices, in: Human Resource Management, 33. Jg. (1994), Nr. 3, S. 383f.

<sup>384</sup> Seiwert, Lothar: Mitbestimmung und Zielsystem der Unternehmung, Göttingen 1979, S. 262.

<sup>385</sup> Beispielsweise von Hopfenbeck, Waldemar, a.a.O., S. 466.

Das Oberziel „Selbsterhaltung der Unternehmung bzw. Organisation“ begründet sich nach *Seiwert* dadurch, daß nur so auch die anderen Unterziele der Arbeitnehmer „realisiert werden“<sup>386</sup> können. Diese Formulierung impliziert jedoch bereits, daß es sich hierbei lediglich um eine Voraussetzung handelt, aber nicht um ein Ziel. Oder sollte der Arbeitnehmer seinen täglichen ‘Gang zur Arbeit’ tatsächlich mit dem primären Ziel verbinden, die Unternehmung zu erhalten? *Janisch* setzt als Oberziel der Arbeitnehmer hingegen den Begriff „Lebensqualität“<sup>387</sup>.

**Abbildung 7**  
**Zielsystem der Arbeitnehmer nach Janisch**



*Quelle: Eigene Erstellung, in Anlehnung an Janisch, Monika: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, Diss. St. Gallen 1992, S. 221.*

Als gemeinsame Unterziele legen beide Ansätze die Begriffe ‘Arbeitsbedingungen’ und ‘Einkommen’ fest. Die ‘Arbeitsplatzsicherheit’ subsumiert *Seiwert* neben der ‘sozialen Sicherung’ lediglich als Teilziel unter den Begriff ‘Existenzsicherung’. Die höhere Prioritätenzumessung der Arbeitsplatzsicherheit bei *Janisch* ist angesichts der zunehmenden Arbeitslosigkeit seit Beginn der 80er Jahre durchaus gerechtfertigt. Dies wird auch durch empirische Studien bestätigt.<sup>388</sup> Darüber hinaus weist *Janisch* der ‘Beteiligung’ eine besondere Bedeutung zu, *Seiwert* hingegen ordnet sie lediglich als Teilziel neben dem ‘Betriebsklima’ unter der Kategorie ‘Mitbestimmung und Entfaltung am Arbeitsplatz’ dem Unterziel ‘Arbeitszufriedenheit’ zu. Dies scheint

<sup>386</sup> Vgl. *Seiwert*, Lothar, a.a.O., S. 262.

<sup>387</sup> *Janisch*, Monika, a.a.O., S. 221.

<sup>388</sup> Beispielsweise stellte in der o.g. genannten Untersuchung des Statistischen Bundesamtes die Arbeitsplatzsicherheit mit 56% der Nennungen das bedeutendste Arbeitsplatz- und Tätigkeitsmerkmal der befragten Arbeitnehmer dar. Vgl. Statistisches Bundesamt (Hrsg.), a.a.O., S. 586.

schlüssiger zu sein, da so nicht nur die Beziehungen zwischen Arbeitnehmer und Unternehmen, sondern auch zwischen den Arbeitnehmern untereinander erfaßt werden. Das Verhältnis zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Mitarbeiterziel „Lebensqualität“ soll deshalb anhand folgender vier Wertgeneratoren diskutiert werden:

- Einkommen
- Arbeitsplatzsicherheit
- Arbeitsbedingungen
- Arbeitszufriedenheit.

Darüber hinaus sei davon ausgegangen, daß die Wertgeneratoren additiv zum Erreichen des Oberziels beitragen. Vermag die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung einen Beitrag zu leisten, damit diese Mitarbeiterziele erreicht werden können?

#### 2.4.4.1.2. Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Wertgeneratoren

1. Einkommen stellt für den Arbeitnehmer ein mittelbares Interesse mit dem Ziel der Bedarfsdeckung<sup>389</sup>, aber auch der Statusdifferenzierung und der Selbstbestätigung<sup>390</sup> dar. Das betriebliche Entgelt als „die Gesamtheit aller Zuwendungen ...“, die ein Unternehmen einem Arbeitnehmer aufgrund arbeitsvertraglicher Verpflichtungen gewährt<sup>391</sup>, ist für die Mehrzahl der Arbeitnehmer ein wesentlicher Bestandteil des Einkommens. Damit eine Beteiligung der Arbeitnehmer deren Erwartungslagen entspricht, sind nach *Armstrong* folgende Bedingungen zu erfüllen:<sup>392</sup>

- Bedingung 1: Der Zusammenhang zwischen der individuellen Arbeitsleistung des Arbeitnehmers und dem mit der Beteiligung verbundenen individuellen Ertrag ist eindeutig und verständlich.
- Bedingung 2: Der Arbeitnehmer kann damit rechnen, daß sein anforderungsgerechtes Verhalten zu einem lohnenswerten Ertrag führt.
- Bedingung 3: Zwischen der Arbeitsleistung und dem Ertrag liegt eine nur kurze Zeitspanne.
- Bedingung 4: Der Arbeitnehmer kann davon ausgehen, daß die Regelungen der Beteiligung Bestand haben und nicht manipulierbar sind, so daß eine Übervorteilung Einzelner ausgeschlossen ist.

Diese Bedingungen sollen in die folgende Analyse einbezogen werden. Ein Einkommensvorteil durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung entsteht, wenn das Unternehmen Zuwendungen für die Beteiligung leistet und wenn für den Arbeitnehmer die Rendite der Anlage einschließlich dieser Zuwendungen höher liegt als

<sup>389</sup> Vgl. Engelen-Kefer, Ursula: Beschäftigungspolitik, Köln 1980, S. 59.

<sup>390</sup> Vgl. Armstrong, Michael: Employee Reward, London 1997, S. 46f.

<sup>391</sup> Hamel, Winfried: Entgeltformen bei veränderten Technologien und Arbeitsstrukturen, in: Schanz, Günther (Hrsg.): Handbuch Anreizsysteme in Wirtschaft und Verwaltung, Stuttgart 1991, S. 113.

<sup>392</sup> Vgl. Armstrong, Michael, a.a.O., S. 254f. und S. 272.



bei alternativen Anlagemöglichkeiten. Ist die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung jedoch durch eine Sperrfrist der Anlage gebunden, verbleibt der durch den Arbeitgeber gewährte Betrag für einen festgelegten Zeitraum im Unternehmen. Für den Arbeitnehmer kommt es zu keinem Zufluß, da eine unmittelbare Verfügungsmöglichkeit über den Betrag nicht besteht.<sup>393</sup> Soll aus Sicht des Arbeitnehmers das Einkommen also der kurz- bis mittelfristigen Bedarfsdeckung dienen, wird in diesem Fall der Wertgenerator 'Einkommen' zumindest nicht positiv berührt. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Unsicherheit der Rentenversicherung mag jedoch eine im Unternehmen verbleibende Aktienbeteiligung als Bestandteil der Altersversorgung langfristig durchaus positive Anreize zu bieten.

Eine negative Wirkung hätte eine - jedoch zumindest in Deutschland selten praktizierte<sup>394</sup> - Verlustbeteiligung bzw. Nachschußpflicht des beteiligten Arbeitnehmers. Wird ein Teil der bestehenden Lohnsumme durch die mit der Kapitalbeteiligung verbundenen Dividendenzahlung flexibilisiert, wird das Einkommen der Arbeitnehmer bei einer unbefriedigenden Ertragssituation ebenfalls negativ berührt. Ähnliches gilt, wenn ein Teil des Lohns in Kapitalanteile umgewandelt wird. Für diesen Fall argumentiert Schares, daß die Arbeitnehmer ihre Lohnforderungen mäßigen, um den langfristigen Wert ihrer Anteile nicht zu gefährden.<sup>395</sup>

Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen hierzu sind mehrdeutig: Während beispielsweise Conte am Beispiel der ESOP in den USA feststellt, daß diese durchaus zu einer Kürzung anderer Entgeltbestandteile führen<sup>396</sup>, kommen FitzRoy/Kraft für das Beispiel Deutschland zu dem Ergebnis, daß Kapitalbeteiligungen zumeist nicht als Alternative für Lohnzahlungen angewendet werden, sondern als deren Ergänzung.<sup>397</sup> Eine empirische Untersuchung deutscher Aktiengesellschaften von Guski/Schneider kam wohl deshalb auch zu dem Ergebnis, daß die Arbeitnehmer in der Verbesserung der materiellen Situation den Hauptvorzug einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung sehen.<sup>398</sup> Dennoch ist fraglich, ob die mit der Beteiligung eventuell verbundenen Einkommensvorteile durch Kurssteigerungen und Dividenden tatsächlich zu erhöhter Motivation und damit ansteigender Arbeitsleistung führen: Zum Zeitpunkt der Beteiligung des Arbeitnehmers führt der Aktienbesitz – sofern er nicht als Lohnersatz dient – zwar zu einer Verbesserung der Vermögensposition. In den Folgejahren hängen die Einkommenseffekte aber von der Kursentwicklung und der ausgeschütteten Dividende ab. Aktien sind jedoch nicht naturgesetzlich mit Kurssteigerungen verbunden: In den USA waren zu Beginn des

<sup>393</sup> Vgl. Haslinger, Stefan: Gestaltung von investiven Mitarbeiterbeteiligungsmodellen, in: Journal für Betriebswirtschaft, 46. Jg. (1996), Nr. 4, S. 210.

<sup>394</sup> Vgl. Michaelis, Elke; Picot, Arnold: Zur ökonomischen Analyse von Mitarbeiterbeteiligungsrechten, in: FitzRoy, Felix R.; Kraft, Kornelius (Hrsg.): Mitarbeiterbeteiligung und Mitbestimmung im Unternehmen, Berlin/New York 1987, S. 115.

<sup>395</sup> Vgl. Schares, Christof: Gewinn- und Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern - Ein Überblick über neuer Forschungsergebnisse - , in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 42. Jg. (1993), Nr. 2, S. 202.

<sup>396</sup> Vgl. Conte, Michael A., a.a.O., S. 133 ff.

<sup>397</sup> Vgl. FitzRoy, Felix R.; Kraft, Kornelius: Formen der Arbeitnehmer-Arbeitgeberkooperation und ihre Auswirkungen auf die Unternehmensleistung und Entlohnung, a.a.O., S. 194.

<sup>398</sup> Vgl. Schneider, Hans: Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer, in: Gaugier, Eduard; Weber, Wolfgang (Hrsg.): Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 1111.

Jahrhunderts Kapitalbeteiligungsmodelle bereits in ähnlichem Umfang wie heute vorhanden – mit dem Börsencrash 1929 verschwanden sie jedoch geradezu schlagartig wieder von der Bildfläche.<sup>399</sup>

Hinzu kommt, daß gerade in großen Aktiengesellschaften ein eindeutiger Zusammenhang zwischen der individuellen Arbeitsleistung und dem mit der Beteiligung verbundenen Ertrag nicht vorhanden ist, da sich der Arbeitseinsatz des einzelnen Arbeitnehmers weder direkt auf den Wert der Anteile noch auf die Dividende auswirkt. Es ist sogar denkbar, daß trotz einer weit über den Anforderungen liegenden Leistung der Kurswert sinkt, da dieser von zahlreichen durch die Arbeitnehmer unbeeinflussbaren exogenen Faktoren abhängt. Doch selbst wenn es durch die Beteiligung zu Erträgen kommt, sind Motivationseffekte wenig wahrscheinlich, da zwischen der Arbeitsleistung und den mit der Beteiligung verbundenen Einkommensvorteilen eine zu große Zeitspanne liegt: Dividenden werden jährlich ausgeschüttet und Kursgewinne lassen sich angesichts der regelmäßig praktizierten mehrjährigen Nicht-Veräußerbarkeit der Anteile gar erst nach einigen Jahren realisieren.

Damit kann die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht gewährleisten, daß die ersten drei Bedingungen nach *Armstrong* erfüllt werden. Ähnliches gilt für die vierte Bedingung: Selbst wenn davon ausgegangen werden kann, daß die Regelungen des Beteiligungsmodells durchaus Bestand haben und nicht manipulierbar sind, gilt dies nicht in jedem Fall für die mit der Beteiligung verbundenen Erträge des Arbeitnehmers: Einerseits läßt sich die Kursentwicklung der Aktien durch eine gezielte Informationspolitik des Unternehmens durchaus manipulieren – wobei dies zumeist auch im Interesse des beteiligten Arbeitnehmers liegen dürfte, da der Markt mit Signalen versorgt wird, die eine Höherbewertung der Anteile nach sich ziehen sollen. Andererseits läßt sich aber auch die auszuschüttende Dividende durch das Unternehmen manipulieren, da deren Höhe in der Praxis in keinem linearen Zusammenhang zur Gewinnentwicklung des Unternehmens steht.<sup>400</sup>

2. Die Arbeitsplatzsicherheit ist für die Arbeitnehmer von zentraler Bedeutung, da „Einkommen, soziale Sicherung, Lebensstandard und Sozialprestige eng mit der Beschäftigung verbunden sind“.<sup>401</sup> Für das Unternehmen bedeutet ein Abbau des Personalbestands im Falle eines Personalüberhangs eine Kostenentlastung. Das Hauptargument für eine positive Auswirkung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Arbeitsplatzsicherheit liegt in der Möglichkeit einer Flexibilisierung der Löhne - insbesondere dann, wenn die mit dieser Beteiligungsform verbundene Dividendenzahlung ein Bestandteil des betrieblichen Entgelts darstellt: Der Lohn besteht dann aus einem 'sicheren' Lohnsatz und einer von der Performance des Unternehmens abhängigen 'unsicheren' Komponente. Ähnlich wie bei der Gewinnbeteiligung führt dies zu einem flexibleren Effektivlohn, da sich die Löhne bei einer rückläufigen Absatz- und Gewinnsituation nach unten anpassen. Der bei einem fixen Lohnsatz be-

<sup>399</sup> Vgl. Russel, Raymond: Employee Shareholding, in: Széll, György (Hrsg.): Concise Encyclopaedia of Participation and Co-Management, Berlin/New York 1992, S. 309.

<sup>400</sup> Vgl. König, Rolf Jürgen: Dividende und Jahresüberschuß, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 61. Jg. (1991), Nr. 10, S. 1154.

<sup>401</sup> Engelen-Kefer, Ursula, a.a.O., S. 60.

stehende Anreiz, Arbeitsplätze abzubauen, nimmt ab.<sup>402</sup> Allerdings erkaufte sich der Arbeitnehmer in diesem Fall die gestiegene Arbeitsplatzsicherheit durch eventuelle Lohneinbußen, wodurch der Wertgenerator Einkommen negativ beeinflusst wird. Eine positive Auswirkung auf den Wertgenerator Arbeitsplatzsicherheit besteht also dann, wenn diese Beteiligungsform insgesamt zu niedrigeren Kosten führt. Für den Aspekt der Lohnkosten ist dies - wie bereits gezeigt wurde - jedoch in der Praxis oftmals nicht der Fall. Zudem besteht zwischen einer Flexibilisierung der Löhne und der Arbeitsplatzsicherheit kein Automatismus: Erst wenn die Flexibilisierung zugleich mit einer vertraglich festgelegten Beschäftigungsgarantie einhergeht, wird der Wertgenerator 'Arbeitsplatzsicherheit' positiv berührt. Ist dies nicht der Fall, wird durch die ergebnisorientierte Entlohnung die Sicherheit einer fixen Entlohnung ohne eine entsprechende Kompensation aufgelöst, und es kommt zur Akkumulation von Einkommens- und Arbeitsplatzrisiko.<sup>403</sup>

Ein weiterer Verknüpfungspunkt zur Arbeitsplatzsicherheit mag in den Auswirkungen der Beteiligung auf die Kapitalkosten des Unternehmens liegen: Eine Reduzierung dieser Kosten ist beispielsweise dann zu erwarten, wenn die beteiligten Arbeitnehmer ihr Kapital dem Unternehmen zu günstigeren als den Marktkonditionen anbieten - fraglich ist jedoch, ob sowohl die Arbeitnehmer als auch die Gewerkschaften bereit wären, eine unter den marktgängigen Konditionen liegende Rendite zu akzeptieren.<sup>404</sup> Andererseits kann die Beteiligung der Arbeitnehmer zu einer Stärkung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen führen, so daß deren Krisenfestigkeit gestärkt und das Arbeitsplatzrisiko gemindert werden kann.<sup>405</sup> Schließlich kann eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auch einen Beitrag zur Vermeidung feindlicher Übernahmen - die mit Beschäftigungsabbau verbunden sein können - leisten.

3. Für den Aspekt der Arbeitsbedingungen hängt die Begriffsdefinition sehr stark von der Perspektive des Betrachters ab.<sup>406</sup> Als allgemeiner Rahmen sei hier das Arbeitsverfahren, die Gestaltung des Arbeitsplatzes und der Umgebungseinflüsse sowie die Arbeitszeit genannt.<sup>407</sup> Es läßt jedoch wenig darauf schließen, daß die mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verbundenen Rechte diesen Wertgenerator in irgendeiner Form positiv zu beeinflussen vermögen, zumal wenn die Gruppe der Arbeitnehmer nur den Status eines Minderheitsaktionärs einnimmt. Der Arbeit-

---

<sup>402</sup> Vgl. Kruse, Douglas L.: Why Do Firms Adopt Profit-Sharing and Employee Ownership Plans?, in: British Journal of Industrial Relations, 34. Jg. (1996), Nr. 4, S. 517f.

<sup>403</sup> Vgl. beispielsweise Heery, Edmund: Risk, representation and the new pay, in: Personnel Review, 25. Jg. (1996), Nr. 6, S. 58f.

<sup>404</sup> Vgl. Schares, Christof, a.a.O., S. 305f.

<sup>405</sup> Vgl. Schorr, Gerhard: Gewinn- und Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern, in: Aus Politik und Zeitgeschichte, Band 24 (1983), S. 22.

<sup>406</sup> Aus Beschäftigtenperspektive nennt Krell beispielsweise Sicherheit des Arbeitsplatzes und angemessenes Entgelt, aus Gewerkschaftsperspektive beispielsweise die Prävention von arbeitsbedingten Erkrankungen. Vgl. Krell, Gertrude: Arbeitsbedingungen, in: Gaugier, Eduard; Weber, Wolfgang (Hrsg.): Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl. (1992), Sp. 61f.

<sup>407</sup> Vgl. ebenda, Sp. 60.

nehmer wird zwar (Mit-)Eigentümer des Unternehmens mit den entsprechenden Rechten, daraus läßt sich aber kein Einflußzuwachs hinsichtlich seiner Rechte als Arbeitnehmer und damit der Arbeitsbedingungen ableiten. Denn sofern die Aktienbeteiligung überhaupt mit einem Stimmrecht ausgestattet ist<sup>408</sup>, entsprechen die verbundenen Rechte denjenigen eines 'externen' Aktionärs. Diese werden beispielsweise in Deutschland auf der Hauptversammlung durch das Stimmrecht wahrgenommen und betreffen die Wahl des Aufsichtsrates und die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat, die Verwendung des Bilanzgewinns, die Bestellung der Abschlußprüfer und Satzungsänderungen sowie Maßnahmen der Kapitalbeschaffung.<sup>409</sup> Dennoch kann es durch die Kapitalbeteiligung zu einer Machtkumulation der Arbeitnehmer kommen, da sie - angenommen, sie könnten aufgrund ihres Stimmenanteils eigene Vertreter in den Aufsichtsrat entsenden - neben den gesetzlich bedingten Vertretern durch zusätzliche Mitglieder repräsentiert werden. Unter der in § 111 Abs. 1 des Aktiengesetzes festgeschriebenen Aufgabe des Aufsichtsrates, „die Geschäftsführung zu überwachen“, ist jedoch nach Henn „nicht eine Überprüfung der gesamten Geschäftsführung bis in alle Details zu verstehen“.<sup>410</sup> Der Aufsichtsrat kann lediglich „grundlegende Fragen der Unternehmensorganisation ... mit dem Vorstand erörtern“, doch „kann er dem Vorstand keine Weisungen erteilen“.<sup>411</sup> Daran hat – trotz der sich beispielsweise in Kommentaren zu den Mitbestimmungsgesetzen dokumentierten kontroversen Diskussionen<sup>412</sup> – auch die Gesetzgebung zur Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat nichts grundlegend geändert: Nach Raiser „hat die Mitbestimmung spezifisch gesellschaftliche Regeln und Prinzipien zwar aktualisiert und in ein neues Licht gerückt, aber inhaltlich nicht verändert.“<sup>413</sup> Aspekte der Arbeitsbedingungen blieben also auch dann dem Einflußbereich des Aufsichtsrates verschlossen, wenn durch Vertreter der kapitalbeteiligten Arbeitnehmer das Gewicht der Beschäftigten in diesem Gremium erhöht würde. Doch selbst wenn die Gruppe der Arbeitnehmer Mehrheitsaktionär des Unternehmens wäre und die Satzung der Gesellschaft einen erweiterten Einfluß des Aufsichtsrates vorsehen würde<sup>414</sup>, sind direkte Auswirkungen auf die Arbeitsbedingungen nicht zu erwarten - dies zeigen Untersuchungen von *Hammer/Stern* zu

---

<sup>408</sup> Beispielsweise sind nur 30% der Aktien der über einen ESOP beteiligten Arbeitnehmer in den USA mit einem Stimmrecht ausgestattet. *Alkhafaji* spricht deshalb von „ownership without control“. Vgl. Alkhafaji, Abbass F., a.a.O., S. 251. Der Stimmrechtsausschluß läßt deshalb bezweifeln, ob mit dieser Beteiligung tatsächlich ein Partnerschaftsgedanke angestrebt wird. Vgl. hierzu auch Schwetzier, Bernhard, a.a.O., S. 147.

<sup>409</sup> Vgl. Steinmann, Horst; Gerum, Elmar, a.a.O., S. 219.

<sup>410</sup> Henn, Günter: Handbuch des Aktienrechts, 5. Aufl., Heidelberg 1994, S. 277.

<sup>411</sup> Mertens, Hans-Joachim (Bearb.): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 2, Köln/Berlin/Bonn/München 1996, S. 571.

<sup>412</sup> Vgl. beispielsweise Raiser, Thomas: Mitbestimmungsgesetz Kommentar, 3. Aufl., Berlin/New York 1998, S. 331ff. sowie die dort angegebenen Literaturhinweise.

<sup>413</sup> Ebenda, S. 344.

<sup>414</sup> Nach §111 Abs 4 Satz 2 des Aktiengesetzes kann in der Satzung festgelegt werden, „daß bestimmte Arten von Geschäften nur mit Zustimmung des Aufsichtsrates vorgenommen werden dürfen.“ Dies umfaßt nach Raiser „alle unternehmerischen Maßnahmen“, beispielsweise also auch Organisationsentscheidungen, die „von der Zustimmung des Aufsichtsrates abhängig gemacht“ werden. Ebenda, S. 376f.

Unternehmensübernahmen durch die Belegschaft beispielsweise in den USA. Sie kommen zu dem Schluß:

„... the nature of the jobs themselves and the short term returns from the job have not changed noticeably. Work methods and work organization, which normally are under control of management, have remained management decisions“.<sup>415</sup>

Die Kapitalbeteiligung wurde hier von den Arbeitnehmern also in der Praxis nicht als Möglichkeit der Einflußnahme im Bereich der Arbeitsbedingungen wahrgenommen. Zum gleichen Ergebnis kommt eine empirische Studie von *Ahlbrandt/Leana/Murell*<sup>416</sup>. Hinzu kommt, daß Maßnahmen, die Auswirkungen auf Arbeitsinhalte, Arbeitsbedingungen und die Arbeitszeit haben, ohnehin insbesondere durch produktionswirtschaftliche Entscheidungen determiniert werden. Deshalb besteht „für Korrekturen ... ein nur enger Spielraum, v.a. hinsichtlich sozialer Zielsetzungen“<sup>417</sup>.

Ein weiterer Verknüpfungspunkt zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und den Arbeitsbedingungen ergibt sich auf der Ebene der Interessenvertretung: Auf Verbandsebene treffen die Tarifvertragsparteien Vereinbarungen über die Arbeitsbedingungen, die durch ergänzende Betriebsvereinbarungen spezifiziert werden können.<sup>418</sup> Auf Betriebsebene hat der Betriebsrat nach § 90 des Betriebsverfassungsgesetzes Unterrichts- und Beratungsrechte bei Planungen zur Gestaltung des Arbeitsplatzes, des Arbeitsablaufs sowie der Arbeitsumgebung. Die Betriebsverfassung soll hierbei „in den Dienst einer wünschenswerten Humanisierung des Arbeitslebens gestellt werden“.<sup>419</sup> Auf beiden Ebenen hängt die Durchsetzung von Arbeitnehmerinteressen jedoch insbesondere davon ab, in welchem Maße sich die Arbeitnehmerseite auf eine breite Legitimationsbasis stützen kann. Ein häufig genanntes unternehmenseitiges Einführungsmotiv von Arbeitnehmer-Aktienbeteiligungsmodellen beispielsweise in den USA ist jedoch gerade das Zurückdrängen des Einflusses von Interessenvertretungsorganen der Arbeitnehmer. *Kruse* formuliert dies folgendermaßen:

„Some employers may adopt profit-sharing and employee ownership plans to discourage unionization, reasoning that such plans may have

---

<sup>415</sup> Hammer, Tove H.; Stern Robert N., a.a.O., S. 81.

<sup>416</sup> Vgl. Ahlbrandt, Roger S.; Leana, Carrie R.; Murell, Audrey J.: Employee Involvement Programmes Improve Corporate Performance, in: Long Range Planning, 25. Jg. (1992), Nr. 5, S. 96.

<sup>417</sup> Marr, Rainer; Stützel, Michael: Personalwirtschaft. Ein konfliktorientierter Ansatz, München 1979, S. 157. Abkürzung im Original.

<sup>418</sup> Vgl. Walker, Wolf-Dietrich: Möglichkeiten und Grenzen einer flexibleren Gestaltung von Arbeitsbedingungen, in: Zeitschrift für Arbeitsrecht, 27. Jg. (1996), Nr. 2, S. 360.

<sup>419</sup> Kaiser, Heinrich; Heither, Friedrich, Engels, Gerd (Bearbeiter): Betriebsverfassungsgesetz, Handkommentar, 19. Aufl., München 1998, § 90 Randzeile 6.

such an effect by encouraging employees to focus on company performance and identify with employers.<sup>420</sup>

Ähnlich kann die Tatsache interpretiert werden, daß die engere Bindung der Arbeitnehmer an den Betrieb auch in Deutschland zu den obersten unternehmensseitigen Zielsetzungen der betrieblichen Vermögensbeteiligung gehört.<sup>421</sup> Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung kann somit dazu führen, daß das Potential derjenigen Interessenvertretungsorgane, die formal Einfluß auf die Arbeitsbedingungen haben, als „Gegenmacht“ zurückgeht. Der Wertgenerator 'Arbeitsbedingungen' bleibt also durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als ein isolierte Maßnahme weitgehend unberührt, hingegen sind sogar negative Auswirkungen möglich.

4. Arbeitszufriedenheit definiert *Locke* wie folgt: „Job satisfaction may be defined ... as a pleasurable or positive emotional state resulting from the appraisal of one's job or job experience“<sup>422</sup>. In der Literatur finden sich drei Grundrichtungen, die den Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und der Arbeitszufriedenheit thematisieren: Nach dem ersten Modell führt allein schon die Tatsache, daß der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens beteiligt ist, zu einer intrinsisch verursachten Erhöhung der Arbeitszufriedenheit: „Ownership is attractive to most people... . Being an owner is ego enhancing“.<sup>423</sup> Der zweite und am weitesten verbreitete Ansatz betont den finanziellen Anreiz der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung, der zu einer extrinsisch verursachten Erhöhung der Arbeitszufriedenheit beitragen kann.<sup>424</sup> Dies kann jedoch nur für jene Arbeitnehmer gelten, die vorwiegend extrinsisch durch Einkommen motiviert werden. Das dritte Modell führt die Möglichkeit einer erhöhten Arbeitszufriedenheit neben dem finanziellen Anreiz insbesondere auf die mit der Beteiligung verbundenen Partizipationsrechte zurück.<sup>425</sup> *Conte/Svejnar* gehen davon aus, daß bei Nichtvorhandensein dieser Beteiligungsrechte die Arbeitszufriedenheit sogar abnimmt und sich dies in einer höheren Fluktuation und einem geringeren Arbeitseinsatz niederschlägt.<sup>426</sup> Empirische Untersuchungen zur Bedeutung von mit der Beteiligung verbundenen Partizipationsrechten für die Arbeitszufriedenheit kommen jedoch zu widersprüchlichen

---

<sup>420</sup> Kruse, Douglas L., a.a.O., S. 517.

<sup>421</sup> Vgl. Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.: Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Köln 1977, S. 32.

<sup>422</sup> Locke, E.A.: Nature and Cause of Job Satisfaction, in: Dunnette, M.D. (Hrsg.): Handbook of Industrial and Organizational Psychology, Chicago 1976, S. 1300.

<sup>423</sup> Tannenbaum, Arnold S.: Employee owned companies, in: Cummings, Larry L.; Staw, Barry M. (Hrsg.): Research in Organizational Behavior, 5. Jg. (1983), S. 251.

<sup>424</sup> Vgl. Klein, Katherine J., a.a.O., S. 329.

<sup>425</sup> Vgl. ebenda. S. 329.

<sup>426</sup> Vgl. Conte, Michael A.; Svejnar, Jan: The Performance Effects of Employee Ownership Plans, in: Blinder, Alan S. (Hrsg.): Paying for Productivity. A Look at the Evidence, Washington 1990, S. 155.

Ergebnissen<sup>427</sup> - dies mag an allgemeinen methodischen Unzulänglichkeiten der Untersuchungen liegen, kann aber auch als Hinweis auf die Bedeutung sonstiger situativer, kultureller oder personenbezogener Moderatorvariablen gedeutet werden.<sup>428</sup>

Ein theoretisches Fundament für den Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und der Arbeitszufriedenheit liefert die Zweifaktorentheorie nach Herzberg.<sup>429</sup> Diese unterscheidet zwischen Kontext- und Kontent-Variablen: Zu den Kontext-Variablen gehören u.a. der Führungsstil, die sozialen Beziehungen im Unternehmen und das Gehalt. Eine Verbesserung dieser Kontext-Variablen, die die extrinsische Arbeitsmotivation betreffen, baut Unzufriedenheit ab, führt jedoch nicht zugleich auch zu Zufriedenheit. Diese wird erst durch die Befriedigung der Kontent-Variablen erreicht, die die intrinsische Arbeitsmotivation betreffen. Zu diesen gehören u.a. die Arbeit selbst, Aufstiegsmöglichkeiten und Anerkennung. Zwar ist die Validität dieser Aussagen umstritten<sup>430</sup>, sie sind „aber sehr erfolgreich in der plausiblen Erklärung von Alltagserfahrungen“<sup>431</sup>, da die Relevanz von Arbeitsinhalten hervorgehoben wird. Die in der Literatur hervorgehobene Bedeutung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung für das Einkommen der Mitarbeiter verliert also im Lichte dieser Theorie zumindest für das Unterziel der Arbeitszufriedenheit erheblich an Wichtigkeit. Es besteht sogar die Gefahr, daß diese Beteiligungsform bei einer nicht motivkongruenten Gestaltung den Charakter eines 'Unzufriedenstellers' einnimmt. Besonderes Augenmerk sollte also nach der Zweifaktorentheorie jenen Aspekten der Beteiligungsform zukommen, die die ‚Arbeit selbst‘ betreffen: Ein Verknüpfungspunkt zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung besteht durch die erweiterten Partizipationsmöglichkeiten. Die Beteiligung führt dazu, daß die Unternehmen ihren Arbeitnehmern zumindest die Informations- und Entscheidungsrechte eines Aktionärs einräumen müssen. Diese Partizipationsmöglichkeiten wirken sich jedoch nur auf der Unternehmensebene, beispielsweise durch Einflußmöglichkeiten der Mitarbeiteraktionäre auf den Hauptversammlungen, aus - jedoch auch nur dann, wenn die Gruppe der Arbeitnehmer über eine substantielle Beteiligung verfügt und die Interessen der weit gestreuten Anteile gebündelt artikuliert werden. Beides ist jedoch - zumindest in den großen Aktiengesellschaften in Deutschland - nicht der

---

<sup>427</sup> Vgl. hierzu die Literaturhinweise bei Buchko, Aaron A.: The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: An Integrated Causal Model and Path Analysis, in: Journal of Management Studies, 30. Jg. (1993), Nr. 4, S. 635.

<sup>428</sup> Klein/Hall nennen als Beispiel für Moderatorenvariablen u.a. die unternehmensspezifische Ausgestaltung der Kapitalbeteiligung, das Wertesystem der Arbeitnehmer sowie die Grundeinstellung der Arbeitnehmer gegenüber dem arbeitgebenden Unternehmen. Vgl. Klein, Katherine J.; Hall, Rosalie J.: Correlates of Employee Satisfaction with Stock Ownership: Who Likes an ESOP Most?, in: Journal of Applied Psychology, 73. Jg. (1988), Nr. 4, S. 630ff.

<sup>429</sup> Vgl. Herzberg, Frederick: Work and Nature of Man, Cleveland 1966, S. 71ff.

<sup>430</sup> Zur empirischen Überprüfung der Theorie sowie den wesentlichsten Einwänden siehe die Literaturhinweise bei Weinert, Ansfried B.: Lehrbuch der Organisationspsychologie: Menschliches Verhalten in Organisationen, 2. Aufl., München/Weinheim 1987, S. 270.

<sup>431</sup> Staehle, Wolfgang H.: Management. Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 4. Aufl., München 1989, S. 207.

Fall.<sup>432</sup> Auch ist fraglich, inwieweit kapitalgebende Arbeitnehmer im Aufsichtsrat willens oder imstande wären, ihr Zielsystem durchzusetzen. *Gaugler* geht beispielsweise davon aus, daß es durch kapitalgebende Arbeitnehmer im Aufsichtsrat eher zu einer Kooperationsförderung kommt.<sup>433</sup> Dies mag zwar einerseits dazu führen, daß die Interessen der Arbeitnehmer in einer weniger konfliktreichen Atmosphäre vorgetragen werden. Andererseits könnte diese Kooperation aber auch darin münden, daß die Vertreter der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer aufgrund ihres Rollenverständnisses – was im weiteren Verlauf der Arbeit noch zu problematisieren sein wird – Arbeitnehmerbelange weniger dezidiert oder überhaupt nicht vertreten.

Die für die Arbeitszufriedenheit bedeutendere und direkt erlebbare Ebene im Unternehmen, nämlich die des Arbeitsplatzes, wird von der Beteiligung nicht berührt.<sup>434</sup> Dennoch zeigen empirische Untersuchungen, daß die Absentismus- und Fluktuationsrate in kapitalbeteiligten Unternehmen niedriger ist als in nicht-kapitalbeteiligten Unternehmen.<sup>435</sup> *Hammer/Stern* und *Martens* weisen darauf hin, daß es unter den Arbeitnehmer-Aktionären aufgrund der gemeinsamen Zielsetzungen zu einem stärkeren Gruppenbewußtsein<sup>436</sup> und durch die „materielle Anerkennung der erbrachten Leistung“<sup>437</sup> zu einem verbesserten Betriebsklima kommen kann. Dies läßt durchaus auf eine gestiegene Arbeitszufriedenheit schließen, könnte aber auch auf einen verstärkten Gruppendruck, wie ihn *Bradley/Gelb* am Beispiel der spanischen Mondragon-Genossenschaften – die allerdings eine weitaus stärkere Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer vorsehen - illustriert haben<sup>438</sup>, zurückgeführt werden. Und auch weil aus Sicht der Unternehmen mit der Einführung einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligungen oftmals das Ziel verfolgt wird, dem sog. „*free rider-Problem*“ zu begegnen<sup>439</sup>, wäre denkbar, daß es zu einer Abnahme der Arbeitszufriedenheit kommt: Da die beteiligten Mitarbeiter individuell unterschiedliche Leistungsbeiträge erbringen, aber in gleicher Höhe an den Erfolgen dieser Leistungsbeiträge partizipieren, kann sich durch die gestiegenen Gruppenpressionen das Betriebsklima verschlechtern. Die Anreizwirkung des Lohnsystems

---

<sup>432</sup> Vgl. Beyer, Heinrich; Lezius, Michael: Materielle und immaterielle Mitarbeiterbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland, in: FitzRoy, Felix R.; Kraft, Kornelius (Hrsg.): Mitarbeiterbeteiligung und Mitbestimmung im Unternehmen, Berlin/New York 1987, S. 43.

<sup>433</sup> Vgl. Gaugier, Eduard: Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen aus betriebswirtschaftlicher Sicht, a.a.O., S. 63.

<sup>434</sup> Vgl. Beyer, Heinrich; Lezius, Michael, a.a.O., S. 43.

<sup>435</sup> Vgl. beispielsweise Pierce, Jon; Furo, Candace, A., a.a.O., S. 33 und Wilson, Nick; Peel, Mike: The impact of profit-sharing, worker participation, and share ownership on absenteeism and quits: some UK evidence, in: Jenkins, Glenville; Poole, Michael (Hrsg.): New Forms of Ownership. Management and Employment, London/New York 1990, S. 205ff.

<sup>436</sup> Vgl. Hammer, Tove Heiland; Stern, Robert N., a.a.O., S. 79.

<sup>437</sup> Martens, Wolfram: Reformaspekte der Unternehmensverfassung: Erfolgs- und Kapitalbeteiligung als effektive Strategie in bezug auf die Regelung der Mitarbeiterpartizipation?, Diss. Wuppertal 1991, S. 212f.

<sup>438</sup> Vgl. Bradley, Keith; Gelb, Alan: Motivation and Control in the Mondragon Experiment, in: British Journal of Industrial Relations, 14. Jg. (1981), Nr. 2, S. 222ff.

<sup>439</sup> Vgl. Kruse, Douglas L., a.a.O., S. 515f.



geht darüber hinaus verloren.<sup>440</sup> Ein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Wertgenerator 'Arbeitszufriedenheit' kann also nicht hergestellt werden.

In einer Gesamtbetrachtung ist festzustellen, daß eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zwar durchaus Ansätze bietet, die Wertgeneratoren der Mitarbeiter positiv zu beeinflussen. Ob sich dies jedoch in der Praxis niederschlägt, hängt davon ab, welche Zielsetzungen das Unternehmen mit der Beteiligung verbindet und welche Ausgestaltungsform es wählt. *Lewin/Mitchell* beispielsweise kommen insgesamt zu einer eher ermüchternden Erkenntnis: „*ESOPs reflect only imperfectly the stakeholder interests of employee in the firms that employ them.*“<sup>441</sup> Sie liefern auch eine mögliche Ursache hierfür: Schon einzig aufgrund der Tatsache, daß die Aktienbeteiligung – etwa im Gegensatz zu Gewinnbeteiligungssystemen – nicht an den Besitz des Arbeitsplatzes gebunden ist, sondern auch nach dem Ausscheiden aus dem Unternehmen weiterbesteht, ist sie weniger geeignet, die spezifischen Bedürfnislagen der Beschäftigten zu erfassen.<sup>442</sup> Insofern ist die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auch keine geeignete Maßnahme zur Gewährleistung einer Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Unternehmen – viel eher liefert die vorangegangene Analyse gerade eine Begründung dafür, diese unabhängig von einem Kapital-eignerstatus der Arbeitnehmer gesetzlich zu regeln.

#### 2.4.4.2. Wertgeneratoren weiterer Stakeholder

##### 2.4.4.2.1. Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre

Die Ausrichtung der Unternehmenspolitik an den Zielsetzungen der weiteren Aktionäre läßt sich zum einen durch den Eigentumsbegriff der Betriebswirtschaftslehre und des Privatrechtes legitimieren, zum anderen auch formal in Anlehnung an das Stakeholder Value-Konzept – nämlich dann, wenn die Anteilseigner die "absolut dominante Anspruchsgruppe innerhalb des Unternehmens"<sup>443</sup> darstellen. Die wichtigsten Wertgeneratoren dieser Stakeholder-Gruppe (wenn auch mit verschiedener Gewichtung) sind die Einfluß- und Kontrollmöglichkeiten sowie die Gewinninteressen. Nach dem Stakeholder Value-Konzept sind die Interessen der Eigenkapitalgeber also nicht identisch mit den Wertgeneratoren des Shareholder Value-Konzeptes: Nach diesem konzentriert sich die Analyse einzig auf die Generierung von Cash Flows – womit allenfalls die Gewinninteressen, nicht aber die Einfluß- und Kontrollinteressen der Eigenkapitalgeber berücksichtigt werden.

Die Gewinninteressen werden bereits bei der Entscheidung über die Einführung einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung berührt. Wenn das Unternehmen eigene

<sup>440</sup> Vgl. Michaelis, Jochen: Beteiligungssysteme und Arbeitsproduktivität, in: ifo Studien. Zeitschrift für empirische Wirtschaftspolitik, 43. Jg. (1997), Heft 4, S. 476f.

<sup>441</sup> Lewin, David; Mitchel, Daniel J.B.: Human Resource Management. An Economic Approach, 2. Aufl., Cincinnati 1995, S. 243.

<sup>442</sup> Vgl. ebenda.

<sup>443</sup> Brune, Jens W., a.a.O., S. 296.

Aktien an der Börse erwirbt, bleiben die Rechte der übrigen Aktionäre zwar unberührt. Sind durch die mit diesem Kauf einhergehende Nachfrage Kurssteigerungen verbunden, werden die Gewinninteressen der übrigen Aktionäre sogar befriedigt. Soll die Ausgabe von Belegschaftsaktien aber in Form einer Kapitalerhöhung erfolgen, setzt in Deutschland das Aktiengesetz (§186) voraus, daß das Bezugsrecht der Aktionäre durch einen Beschluß der Hauptversammlung zumindest teilweise ausgeschlossen wird.<sup>444</sup> Vergleichbare Regelungen bestehen – wie in dieser Arbeit noch zu zeigen sein wird - auch in Frankreich. Dieses Bezugsrecht dient „dem Schutz der Aktionäre gegen Kapital- und Dividendenverwässerung“<sup>445</sup>, der Ausschuß ist nur dann zulässig, wenn er durch „sachliche Gründe im Interesse der Gesellschaft gerechtfertigt ist“<sup>446</sup>. Die Verwässerung entsteht, da - trotz wirtschaftlich unveränderter Lage - der Aktienkurs angesichts der gestiegenen Zahl der Finanztitel sinkt.<sup>447</sup>

Nach der Rechtsprechung deutscher Gerichte sind die sachlichen Gründe bei der Ausgabe von Belegschaftsaktien jedoch gegeben.<sup>448</sup> Hier wird vor allem auf die mit dieser Beteiligungsform angestrebte stärkere Bindung der Arbeitnehmer an den Betrieb sowie die damit verbundenen Implikationen - beispielsweise eine Produktivitätssteigerung - verwiesen. Wie bereits problematisiert wurde, ist dieser Zusammenhang jedoch keineswegs eindeutig. Für den Beschluß eines Bezugsrechtsausschlusses auf der Hauptversammlung ist nach §186 des Aktiengesetzes eine Mehrheit von mindestens drei Viertel des vertretenen Grundkapitals notwendig.<sup>449</sup> Wie im Abschnitt zur Aktionärsstruktur gezeigt wurde, werden die Hauptversammlungen der deutschen Aktiengesellschaften jedoch - nimmt man als Bezugspunkt die Anzahl der Stimmen und nicht die der Köpfe - von den Großaktionären dominiert, für die der Aktienkurs ohnehin nicht das primäre Interesse der Beteiligung darstellt. Eine positive Beschlußfassung ist deshalb wahrscheinlich, obwohl dies den Interessen der nach Köpfen überwiegenden Mehrheit der Aktionäre - den Kleinaktionären - widerspricht. Den Kleinaktionären bleibt in diesem Fall, auf gerichtlichem Weg zu beantragen, den gefaßten Beschluß der Hauptversammlung für nichtig zu erklären. Dabei hat das Gericht zu klären, ob die Gründe für den Bezugsrechtsausschuß im Interesse der Gesellschaft liegen oder nicht. Hinzu kommt, daß die Einführung dieser Beteiligungsform mit Kosten verbunden ist, die zwar steuerabzugsfähig sind, den Gewinn der Gesellschaft und damit der Aktionäre aber mindern. Der Wertgenerator 'Einkommen' der Anteilseigner wird hingegen dann positiv berührt, wenn die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht mit einem Ausschuß

---

<sup>444</sup> Vgl. Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.: Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland, a.a.O., S. 104.

<sup>445</sup> Happ, Wilhelm (Hrsg.): Aktienrecht. Bearbeitet von Happ, Wilhelm; Brunkhorst, Heike; Zimmermann, Norbert, Köln/Berlin/Berlin/Bonn/München 1995, S. 750. Zum Begriff der Kapital- und Dividendenverwässerung siehe Fischer, Thomas R.: Kapitalverwässerung, in: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1193-1200.

<sup>446</sup> Happ, Wilhelm (Hrsg.), a.a.O., S. 807.

<sup>447</sup> Vgl. Fischer, Thomas R., a.a.O., Sp. 1194.

<sup>448</sup> Siehe hierzu die Verweise bei Happ, Wilhelm (Hrsg.), a.a.O., S. 808.

<sup>449</sup> Vgl. ebenda, S. 813.

des Bezugsrechtes verbunden ist und die angestrebten positiven Effekte auf die Arbeitsleistung der Arbeitnehmer eintreten bzw. im Falle eines Bezugsrechtsausschlusses durch diese Effekte überlagert werden.

Nach der Valenz-Instrumentalitäts-Erwartungstheorie von *Vroom*<sup>450</sup> hängen positive Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Arbeitsleistung jedoch insbesondere davon ab, ob der Mitarbeiter subjektiv zu dem Ergebnis kommt, daß seine Leistungssteigerung tatsächlich auch den Unternehmenserfolg und damit sein Einkommen beeinflusst. Nach *Schanz* wird dies aber „am ehesten in relativ kleinen Firmen der Fall sein“<sup>451</sup>. Dementsprechend kam die empirische Untersuchung von *Guski/Schneider* zu dem Ergebnis, daß die mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung intendierte ‚Motivation der Arbeitnehmer‘ in mittelgroßen bis kleinen Unternehmen höchste Priorität einnimmt, in Größt- oder Großunternehmen jedoch nur eine nachgeordnete Bedeutung hat.<sup>452</sup> Eine weitere Einschränkung mag für das Argument gelten, daß die Arbeitnehmer durch einen verstärkten Gruppendruck zu erhöhter Leistungsbereitschaft angeregt werden: Aus der Sicht eines externen Investors kann dabei der Tatsache, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eine Maßnahme zur Überwindung des Überwachungsproblems darstellen kann, eine besondere Bedeutung zukommen. Denn während für ihn charakteristisch ist, daß er die tatsächliche Arbeitsleistung der Arbeitnehmer nicht überwachen kann, liefert diese Beteiligungsform Anreize zur gegenseitigen Kontrolle innerhalb der Belegschaft im Sinne dieses Investors. Dies trifft nach *Alchian/Demsetz* jedoch insbesondere für jene Unternehmen zu, in denen aufgrund der Arbeitsinhalte die Leistung der Arbeitnehmer nur schwer überwacht werden kann.<sup>453</sup> Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bietet somit in diesen Unternehmen Ansätze zur Lösung des Agency-Problems, indem die Kontrolle des Mitarbeiters auf den Arbeitnehmer selbst oder eine Gruppe von Arbeitnehmern übertragen wird.

**Die Einfluß- und Kontrollinteressen** - vorrangig für die Großaktionäre - werden durch diese Beteiligungsform nur dann substantiell berührt, wenn in einem multiplikativen Zusammenhang

- 1) die Arbeitnehmer über eine erhebliche Beteiligung am Kapital verfügen,
- 2) Einfluß und Kontrolle ein wesentliches Interesse der beteiligten Arbeitnehmer darstellen,
- 3) die Beteiligung mit einem Stimmrecht verbunden ist.

Dieser Zusammenhang ist jedoch – bei einer Beschränkung der Analyse auf Frankreich und Deutschland - regelmäßig nicht gegeben: Der Anteil der Arbeitnehmer beträgt nur selten mehr als 10% des Gesamtkapitals und liegt somit weit unter einer

---

<sup>450</sup> Siehe zur Darstellung dieser Prozeßtheorie der Motivation beispielsweise *Staehele, Wolfgang H.: Management: Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, a.a.O., S. 212ff.*

<sup>451</sup> *Schanz, Günther: Mitarbeiterbeteiligung. Grundlagen - Befunde - Modelle, a.a.O., S. 96.*

<sup>452</sup> Vgl. *Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.: Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Teil II: Ergebnisse, Erfahrungen und Auswirkungen in der Praxis, a.a.O., S. 113ff.*

<sup>453</sup> Vgl. *Alchian, Armen; Demsetz, Harold: Production, Information Costs, and Economic Organization, in: American Economic Review, 62. Jg. (1972), Nr. 4, S. 786.*

Sperrminorität, das vorrangige Interesse liegt - wie bei den übrigen Kleinaktionären - in der Rendite und Sicherheit der Anlage, und schließlich sind die Arbeitnehmer ohnehin oftmals mit nicht-stimmberechtigten Vorzugsaktien am Unternehmenskapital beteiligt. Der vorrangige Wertgenerator der Großaktionäre bleibt deshalb angesichts der genannten Rahmenbedingungen, zumindest was die Einflußnahme auf den Hauptversammlungen betrifft, weitgehend unberührt.

Ähnliches gilt für Entscheidungen im Aufsichtsrat, dem die Überwachung der Geschäftsführung des Vorstandes obliegt. Eine Mitbestimmungskumulierung der Arbeitnehmer durch die Kapitalbeteiligung ist nach *Schneider* von eher „theoretischer Bedeutung“<sup>454</sup>, soll aber im folgenden dennoch thematisiert werden. Folgende Fragen sind hier zu erörtern: Würde die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu einer Machtverschiebung innerhalb des Aufsichtsrates zugunsten der Arbeitnehmerseite führen? Und: Würde die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung die Qualität der Überwachung der Geschäftsführung erhöhen?

Die Frage nach einem veränderten Machtgefüge ist eher theoretischer Natur, da angesichts der geringen Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer die Entsendung von Arbeitnehmer(-kapital)-Vertretern in den Aufsichtsrat ohnehin unwahrscheinlich ist. Im folgenden sei jedoch davon ausgegangen, daß diese Arbeitnehmergruppe als Anteilseigner in der Hauptversammlung - eventuell auch mit der Unterstützung anderer Anteilseigner - zumindest ein Aufsichtsratsmitglied wählt. In diesem Fall würden die Arbeitnehmer sowohl durch die gesetzliche Aufsichtsratsmitbestimmung als auch durch den Vertreter der Anteilseigner repräsentiert werden, die Kapital-eigenerseite würde ein Aufsichtsratsmandat an ein Mitglied verlieren, das zumindest als 'Quasi-Arbeitnehmervertreter' bezeichnet werden kann. Sowohl bei einer unter das Montan-Mitbestimmungsgesetz von 1951 als auch einer unter das Mitbestimmungsgesetz von 1976 fallenden Aktiengesellschaft würde dies zu einer überparitätischen Repräsentanz von Arbeitnehmer-Vertretern im Aufsichtsrat führen. Lediglich bei einer unter das Betriebsverfassungsgesetz von 1952 fallenden Unternehmung ist diese Konstellation angesichts des hier ohnehin deutlich unterparitätischen Arbeitnehmereinflusses ausgeschlossen.<sup>455</sup> Zu untersuchen wäre das reale Abstimmungsverhalten der Vertreter des Arbeitnehmer-Kapitals. Wird dies eher durch ihren Arbeitnehmer- oder ihren Anteilseigner-Status determiniert? Empirische Untersuchungen hierzu sind - zumal es eine derartige Institution wie den Aufsichtsrat „eigentlich nur im deutschen Unternehmensrecht gibt“<sup>456</sup> - dem Verfasser nicht bekannt, so daß hier anhand von Plausibilitätsüberlegungen lediglich Teilaspekte erörtert werden können. Eindeutige Aussagen über das vermutete konkrete Ent-

<sup>454</sup> Schneider, Hans J.: Einführung in die Mitarbeiter-Beteiligung, a.a.O., S. 21, Rz. 70.

<sup>455</sup> Einen Überblick über die mitbestimmte Unternehmung sowie die genannten Rechtsgrundlagen findet sich beispielsweise bei Gerum, Elmar: Unternehmensordnung, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 1 Grundfragen, 7. Aufl., Stuttgart/New York 1997, S. 314ff.

<sup>456</sup> Wächter, Hartmut: Das Personalwesen in der Bundesrepublik Deutschland unter dem Einfluß von Betriebsverfassung und Mitbestimmung, in: Bisani, Fritz; Friedrich, Hans (Hrsg.): Das Personalwesen in Europa, Königstein 1997, S. 80.

scheidungsverhalten der Vertreter des Arbeitnehmer-Kapitals in den Gremien sind jedoch nicht möglich. Viel eher ist davon auszugehen, daß eine ähnlich hohe Diversifizität aufweisen dürfte wie dies in empirischen Untersuchungen zu den Institutionen Betriebsrat und Aufsichtsrat insgesamt festgestellt wurde.<sup>457</sup>

Deshalb werden in kurzer Form zwei gegensätzliche theoretische Argumentationsstränge für das Entscheidungsverhalten dargestellt: Aus rollentheoretischer Sichtweise leitet der Vertreter des Arbeitnehmer-Kapitals seine Entscheidungen von der Tatsache ab, daß er de jure als Repräsentant von Kleinaktionären in das Gremium gewählt wurde und deshalb vorrangig das dementsprechende Ziel „Einkommens- und Gewinnmaximierung“ zu vertreten hat. Beispielsweise ist es vor diesem Hintergrund durchaus rational, mit einem Arbeitsplatzabbau verbundenen Desinvestitionsmaßnahmen zuzustimmen. Denn die Berücksichtigung von weiteren Arbeitnehmerzielen (z.B. die Arbeitsplatzsicherheit) hat keine größere Bedeutung als für die übrigen Kapitalvertreter, zumal das Vertreten dieser Interessen ja zur Rolle der gesetzlich bedingten Arbeitnehmer-Vertreter gehört. Der Wertgenerator 'Einfluß und Kontrolle' der Nicht-Arbeitnehmer-Kapitaleigner wird also nicht negativ berührt.

Betrachtet man den Vertreter jedoch als Agenten der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer, ergibt sich ein differenzierteres Bild: Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung kann aus Sicht der Arbeitnehmer beispielsweise zu einer Akkumulierung von Einkommens- und Arbeitsplatzrisiko führen. Der Vertreter im Aufsichtsrat handelt als Agent der beteiligten Arbeitnehmer und ist damit sowohl dem Aspekt des Einkommens als auch der Arbeitsplatzsicherheit verpflichtet. Er kann aber seine Freiräume nutzen und damit den Interessen der Arbeitnehmer zuwiderhandeln, besonders wenn seine individuellen Risikopräferenzen nicht denjenigen der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer entsprechen. Den Agenten im Aufsichtsrat zu überwachen und zu kontrollieren ist den Kapitaleignern jedoch nicht möglich, da er weder an Weisungen gebunden ist noch aufgrund der gesetzlichen Schweigepflicht in jedem Fall zur Auskunftserteilung berechtigt ist.<sup>458</sup> Das konkrete Entscheidungsverhalten ist somit weder ex ante festlegbar noch ex post überprüfbar, sondern hängt von den individuellen Risikoeinstellungen des gewählten Vertreters ab. Durchaus ist denkbar, daß hierbei die Berücksichtigung von originären Arbeitnehmerbelangen im Vordergrund steht. Hierdurch würde der Wertgenerator 'Einfluß und Kontrolle' der übrigen Kapitaleigner negativ berührt. Der Vertreter des Arbeitnehmer-Kapitals ist jedoch - wie der gesamte Aufsichtsrat - dem Wohl des Unternehmens verpflichtet, so daß sein Entscheidungsverhalten zu Desinvestitionsmaßnahmen und damit eventuellen Entlassungen nicht von dem der übrigen Arbeitnehmervertreter abweichen dürfte, die hier in der Praxis durchaus zustimmen, um das Überleben des Unternehmens zu sichern. Weitere Spekulationen hierzu sind wenig hilfreich, es sei deshalb lediglich festgehalten, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung durchaus

---

<sup>457</sup> Vgl. beispielsweise Kotthoff, Hermann: Betriebliche Mitbestimmung in der Langzeitperspektive, in: WSI-Mitteilungen, 48. Jg. (1995), Nr. 9, S. 549-557 und Theisen, Manuel R.: Überwachung und Unternehmensführung, Stuttgart 1987.

<sup>458</sup> Vgl. Wächter, Hartmut: Das Personalwesen in der Bundesrepublik Deutschland unter dem Einfluß von Betriebsverfassung und Mitbestimmung, a.a.O., S. 100.

Ansätze bietet, die Einfluß- und Kontrollinteressen der übrigen Anteilseigner-Vertreter bei Interessendivergenz potentiell zu bedrohen.

Die Möglichkeit eines verbesserten Informationsstandes des Aufsichtsrates entsteht, da in diesem Organ eine dritte 'Spezies' – der Vertreter des Arbeitnehmer-Kapitals - eingeführt würde. Die Anzahl derjenigen, die als 'Unternehmensinsider' im Vergleich zu den übrigen Kapitaleignern als 'Outsider' über zusätzliche Informationen verfügen, nimmt zu. Die Kontrollgewalt des Aufsichtsrates insgesamt könnte dadurch verbessert werden - allerdings nur dann, wenn diese Arbeitnehmervertreter ihr Insiderwissen diesem Gremium auch zugänglich machen. Dies hängt von den Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ab: Wenn die in der rechtswissenschaftlichen Literatur beschriebenen Konfliktfelder<sup>459</sup> zwischen Arbeitnehmer- und Nicht-Arbeitnehmervertretern auch dann erhalten bleiben, wenn ein Teil der Mitglieder von den am Kapital beteiligten Arbeitnehmern in das Gremium entsandt werden, erscheint ein Offenbaren dieses Insiderwissens wenig wahrscheinlich. Andererseits wäre eine Annäherung der Standpunkte zwischen den Vertretern der Arbeitnehmer-Aktionäre und denjenigen der Nicht-Arbeitnehmervertreter in diesem Organ und damit ein Informationsaustausch denkbar, gehört doch die „Weckung unternehmerischen und kostenbewußten Denkens der Mitarbeiter“<sup>460</sup> zu den Hauptintentionen dieser Beteiligungsform.

Insgesamt ist festzustellen, daß negative Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Wertgeneratoren der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre wenig wahrscheinlich sind. Da die Arbeitnehmer in ihrer Gesamtheit ohnehin zumeist über keine substantiell bedeutende Beteiligung verfügen, ist eine spürbare Machtverschiebung innerhalb der relevanten Gremien unwahrscheinlich. Viel eher sind positive Effekte für die Wertgeneratoren der übrigen Kapitaleigner möglich, wenn die dritte Gruppe der Vertreter des Arbeitnehmer-Kapitals zu einem erhöhten Informationsstand des Überwachungsgremiums und damit zu einer qualitativ verbesserten Kontrolle des Managements beiträgt. Diese kann sich jedoch nicht nur im Aufsichtsrat manifestieren, sondern auch im betrieblichen Alltag: Die am Kapital beteiligten Arbeitnehmer können als 'Quasi-Emissionäre' der übrigen Kapitaleigner eine Monitorenfunktion im Betrieb einnehmen, die in dieser Form dem Aufsichtsrat nicht möglich ist. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bietet somit durchaus Ansätze für eine verbesserte Managementkontrolle, was im Interesse der übrigen Eigenkapitalgeber liegt.

---

<sup>459</sup> *Matthiessen* nennt als Konfliktfelder beispielsweise Koalitionsfragen, tarifpolitische Fragen, arbeitskampfpolitische Fragen, Fragen zu Lohn und Arbeitsbedingungen, personalpolitische Entscheidungen. Vgl. *Matthiessen, Volker: Stimmrecht und Interessenkollision im Aufsichtsrat, Köln/Berlin/Bonn/München 1989, S. 418ff.*

<sup>460</sup> *Schanz, Günther: Mitarbeiterbeteiligung. Grundlagen - Befunde - Modelle, a.a.O., S. 101.*

#### 2.4.4.2.2. Kunden

Janisch bezeichnet die optimale Bedürfnisbefriedigung als gemeinsames Oberziel der Kunden.<sup>461</sup> Hierfür ist zwar die Preiswürdigkeit - also die Relation zwischen Preis und Qualität<sup>462</sup> - des Produktes oder der Dienstleistung ein zentraler Wertgenerator, die Qualität der persönlichen Beziehung zum Kunden (diese manifestiert sich beispielsweise in der Beratung und dem Service) gewinnt jedoch angesichts eines verschärften Wettbewerbs zwischen den Anbietern zunehmend an Bedeutung.<sup>463</sup> Es ist also zu überprüfen, ob die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eine Auswirkung hat auf

- a) die Preiswürdigkeit des Produktes
- b) die Qualität der Beziehung zwischen Unternehmung und Kunden.

Unter der Annahme, daß sich der Preis aus den variablen und fixen Kosten sowie einem Gewinnaufschlag errechnet, bietet die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung Ansätze für eine Senkung des Preises: Führt diese Beteiligung zu einer erhöhten Produktivität der Arbeitnehmer<sup>464</sup>, könnten die Lohnstückkosten<sup>465</sup> und damit der Preis sinken. In der Realität ist der Preis jedoch von exogenen (von der Unternehmung nicht unmittelbar kontrollierbaren) und endogenen (von der Unternehmung beeinflussbaren) Faktoren abhängig.<sup>466</sup> Deshalb besteht „zwischen Kosten und Absatzpreis ... unter marktwirtschaftlichen Bedingungen kein direkter Zusammenhang“.<sup>467</sup> Entscheidend sind viel eher beispielsweise die Konkurrenzsituation, der Verlauf der Preis-Absatz-Funktion<sup>468</sup> sowie Marktstrategien des Unternehmens: Während etwa eine Marktabschöpfungsstrategie zu Preisen führt, die weit über den Kosten der Leistungserstellung liegen, bewirkt eine Markteindringungsstrategie, daß die Preise oftmals sogar unter den Kosten der Leistungserstellung liegen.<sup>469</sup> Insgesamt werden nach Meffert Preise ohnehin oftmals „mehr oder weniger intuitiv“<sup>470</sup> ausgewählt. Dies mag bereits verdeutlichen, daß die tatsächlichen Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf den Preis als gering einzuschätzen sind, da

<sup>461</sup> Vgl. Janisch, Monika, a.a.O., S. 169.

<sup>462</sup> Vgl. Müller-Hagedorn, Lothar: Das Konsumentenverhalten, Wiesbaden 1986, S. 225f.

<sup>463</sup> Vgl. Janisch, Monika., a.a.O., S. 170.

<sup>464</sup> Es sei hier nochmals darauf verwiesen, daß zahlreiche empirische Untersuchungen einen positiven Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und der Produktivität bestätigen. Vgl. stellvertretend für viele Jones, Derek C.; Kato, Takao: The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data, in: The American Economic Review, 85 Jg. (1995), Nr. 3, S. 408 sowie die dort angegebenen Literaturhinweise.

<sup>465</sup> Zum Begriff der Lohnstückkosten siehe beispielsweise Oechsler, Walter A: Personal und Arbeit, a.a.O., S. 451f.

<sup>466</sup> Vgl. Meffert, Heribert, a.a.O., S. 474.

<sup>467</sup> Ebenda, S. 493.

<sup>468</sup> Siehe zum Begriff der Preis-Absatz-Funktion Böcker, Franz; Dichtl, Erwin: Marketing, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 3 Leistungsprozess, 5. Aufl., Stuttgart 1991, S. 162ff.

<sup>469</sup> Vgl. ebenda, S. 169.

<sup>470</sup> Meffert, Heribert, a.a.O., S. 563.

dieser eben nicht nur von den Kosten der Produktionsfaktoren abhängig ist. Werden also beispielsweise die auf Arbeitsproduktivität und Kostenbewußtsein zielenden Anreizwirkungen dieser Beteiligungsform erreicht, so muß damit kein Rückgang des Preises einhergehen. Denkbar wäre sogar, daß trotz verringerter Lohnstückkosten bei gleichzeitiger Marktabschöpfungsstrategie die Preise erhöht werden, womit allenfalls der Wertgenerator 'Einkommen' der Kapitaleigner positiv berührt würde. Eine Ausnahme mögen hier lediglich jene Produkte darstellen, deren Herstellung besonders arbeitsintensiv ist, bei denen die Preisgestaltungsspielräume für das Unternehmen aber aufgrund der Marktsituation und der hohen Vergleichbarkeit des Produkts mit jenen anderer Anbieter besonders gering sind.

Während der Preis eines Produktes eine eindeutig meßbare Größe darstellt, ist dies aus Konsumentensicht bei der materiellen Qualität<sup>471</sup> nicht der Fall: Die Qualitätsbeimessung ist von den subjektiven Einstellungen und Qualitätskriterien des Bewerter abhängig, ein 'sicheres' und allgemeingültiges Urteil über die Qualität ist jedoch aufgrund mangelnder Transparenz nicht möglich. Deshalb wird von vielen Konsumenten eben gerade der Preis als ein guter Indikator für die Qualität angesehen.<sup>472</sup> Da die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung beispielsweise im Vergleich zu Prämien keine direkten Anreize zur Qualitätsverbesserung bietet, sind nach *Schneider* Modelle der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung „kein Ersatz für irgendeine Form der Leistungsentlohnung.“<sup>473</sup> Dennoch läßt sich ein Zusammenhang zwischen dieser Beteiligungsform und der Qualität konstruieren: Zahlreiche Autoren sind der Meinung, daß die Möglichkeit zur Partizipation an Entscheidungsprozessen eine Voraussetzung für eine erfolgreiches Umsetzen von Qualitätsverbesserungsprogrammen ist.<sup>474</sup> Hierfür mag die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung - wenn auch schwache - Ansätze bieten. Insgesamt kann dennoch gefolgert werden, daß zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Wertgenerator 'Preiswürdigkeit' ein in der Realität nur als gering einzuschätzender Zusammenhang besteht.

Die Qualität der persönlichen Beziehung zwischen Kunden und Unternehmen hängt angesichts der wachsenden Bedeutung von Dienstleistungen zunehmend von immateriellen Leistungsfaktoren wie Freundlichkeit, Kompetenz und Vertrauenswürdigkeit ab - also dem Verhalten der Mitarbeiter gegenüber dem Kunden.<sup>475</sup> Wie

---

<sup>471</sup> Geiger definiert Qualität als „Relation zwischen realisierter Beschaffenheit und geforderter Beschaffenheit“. Geiger, Walter: Qualitätslehre, Wiesbaden 1994, S. 45.

<sup>472</sup> Vgl. Wells, William D.; Prensky, David: Consumer Behavior, New York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore 1996, S. 276.

<sup>473</sup> Schneider, Hans J.: Anreizwirkungen von Mitarbeiter-Kapitalbeteiligungen, in: Schanz, Günther (Hrsg.): Handbuch Anreizsysteme in Wirtschaft und Verwaltung, Stuttgart 1991, S. 890.

<sup>474</sup> Vgl. Holden, Len: Employee Involvement, in: Beardwell, Ian; Holden, Len (Hrsg.): Human Resource Management. A Contemporary Perspective, 2. Aufl., London 1997, S. 642 sowie die dortigen Verweise auf empirische Untersuchungen.

<sup>475</sup> Vgl. Meyer, Anton; Dornach, Frank: Das Deutsche Kundenbarometer - Qualität und Zufriedenheit, in: Simon, Hermann; Homburg, Christian (Hrsg.): Kundenzufriedenheit. Konzepte - Methoden - Erfahrungen, 3. Aufl., Wiesbaden 1998, S. 181.



bei der materiellen Qualität ist auch hier die Beurteilung durch den Kunden von subjektiven Einstellungen und Erwartungen abhängig. Spezifische Anreizsysteme können dazu beitragen, ein bestimmtes gewünschtes Verhalten im Umgang mit Kunden herbeizuführen. Eine Möglichkeit bestünde beispielsweise darin, einen Teil des Lohns auf der Grundlage von Kundenbefragungen<sup>476</sup> zu spezifischen Verhaltenskriterien - etwa der Beratung - zu flexibilisieren. Derartige auf einzelne Verhaltensweisen gerichtete Anreizsysteme sind jedoch nicht geeignet, das besonders im Dienstleistungsbereich komplexe Beziehungsgeflecht zwischen Mitarbeiter und Kunden zu konditionieren. Sie können zudem als ungerecht empfunden werden und sind oftmals zu komplex und schwer verständlich.<sup>477</sup>

Bietet die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eine weitergehende Möglichkeit zur Konditionierung des Verhaltens der Mitarbeiter gegenüber den Kunden? Ein möglicher Verknüpfungspunkt besteht im Ansatz des „*Organizational Citizenship Behavior*“<sup>478</sup>. Grundlegend ist auch hier die Annahme, daß das Verhalten der Mitarbeiter weder durch Arbeitsverträge noch durch Entlohnungssysteme eindeutig festgelegt und gesteuert werden kann. Dies ist jedoch von Vorteil für die Organisation: Diese Freiräume innerhalb der Rollenausfüllung ermöglichen es, in komplexen und sich verändernden Situationen - wie sie etwa beim Umgang mit Kunden regelmäßig vorkommen - Entscheidungen im Sinne der Organisation zu treffen, ohne daß explizite Entscheidungshilfen, Handlungsanweisungen oder Anreizsysteme vorliegen.

Ein aus Sicht des Unternehmens wünschenswertes Verhalten ist dann wahrscheinlich, wenn sich der Arbeitnehmer als 'Bürger der Organisation' versteht, der verantwortungsvoll an den Geschehnissen in der Organisation teilnimmt und sein Handeln von diesem Selbstverständnis ableitet. Weitere diesem Verständnis entsprechende Verhaltenscharakteristika sind Gewissenhaftigkeit, Hilfsbereitschaft, Fairneß und Höflichkeit. Der Ansatz zielt also auf die soziale Einbindung des Arbeitnehmers. Ein entsprechendes Verhalten läßt sich aber durch monetäre Anreizsysteme allein nicht erreichen - diese können nach *Morrison* allenfalls indirekt zum gewünschten Verhalten beitragen<sup>479</sup>. Nicht die mit der Kapitalbeteiligung verbundene Möglichkeit der Einkommensmaximierung und damit die ökonomische Beziehung zwischen Arbeitnehmer und Arbeitgeber führt zu einem Selbstverständnis als 'Bürger der Organisation', sondern die substantielle Mitarbeiterbeteiligung als eine soziale Beziehung mit der entsprechenden sozialen Verpflichtung, einen Beitrag zum Erreichen der Ziele der Organisation zu leisten.

Zu überprüfen ist deshalb, ob die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung beim Arbeitnehmer dieses Selbstverständnis als 'Bürger der Organisation' zu generieren ver-

---

<sup>476</sup> Vgl. zum Begriff der Kundenbefragung Jenner, Thomas; Ericchsson, Susann: Messung und Management der Kundenzufriedenheit, in: *io management*, 68. Jg. (1999), Nr. 3, S. 76ff.

<sup>477</sup> Vgl. Armstrong, Michael, a.a.O., S. 379.

<sup>478</sup> Vgl. für die folgende Kurzdarstellung des Ansatzes Morrison, Elizabeth Wolfe: *Organizational Citizenship Behavior as a Critical Link between HRM Practices and Service Quality*, in: *Human Resource Management*, 35. Jg. (1996), Nr. 4, S. 496f. sowie die dortigen Literaturhinweise.

<sup>479</sup> Vgl. ebenda, S. 506.

mag.<sup>480</sup> Evident ist hierbei in einer ersten Betrachtung, daß das Ausmaß einer möglichen Identifikation mit dem Unternehmen davon abhängt, wie substantiell die Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens beteiligt sind. Doch auch bei einer über den Besitz von wenigen Aktien hinausgehenden Beteiligung vermag diese allenfalls dann einen Beitrag zu diesem Selbstverständnis zu leisten, wenn sie ein Element einer sozialen Gesamtintegration des Arbeitnehmers, dem weitergehende Informations- und Entscheidungsrechte übertragen werden, darstellt. In empirischen Untersuchungen<sup>481</sup> wird zwar die Identifikation mit dem Unternehmen als eine Hauptintention der Einführung von Mitarbeiter-Kapitalbeteiligungen genannt, implizit oder explizit handelt es sich hierbei jedoch wohl eher um die Identifikation mit den Zielen des Unternehmens - eine zweifellos vorwiegend ökonomische Dimension.

Nach dem Verständnis des Verfassers der vorliegenden Arbeit erfordert eine soziale Beziehung im positiven Sinne jedoch ein beidseitiges Austauschverhältnis auf der Grundlage der Zielsetzungen aller Beteiligten - hier also der Ziele des Unternehmens und der Ziele der Arbeitnehmer. Vor dem Hintergrund des „*Organizational Citizenship Behavior*“-Ansatzes vermag die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung also nur dann einen positiven Einfluß auf die Qualität der Beziehung zwischen dem Unternehmen und den Kunden zu haben, wenn sie ein Bestandteil eines ganzheitlichen Arbeitnehmer-Beteiligungskonzeptes ist. Zu einer vergleichbaren Einschätzung kommen *Cappelli/Rogovsky*. Ihre Untersuchung in acht amerikanischen Unternehmen ergab, daß für die Förderung eines Selbstverständnisses des Arbeitnehmers als Bürger der Organisation isolierte Maßnahmen beispielsweise im Bereich der Arbeitsgestaltung nicht ausreichend sind – viel eher wirken diese erst dann, wenn sie flankierend auch mit Entscheidungsrechten verbunden sind.<sup>482</sup>

#### 2.4.5. Zusammenfassung

Auch das Stakeholder Value-Konzept stellt im Vergleich zu den Methoden aus dem Rechnungs- und Prüfungswesen ein hilfreiches Konstrukt zur Analyse der Auswirkungen einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung dar. Ebenso wie beim Shareholder Value-Konzept ist das System der Wertgeneratoren geeignet, Wirkungszusammenhänge zwischen der Beteiligung und dem Wert des Unternehmens zu identifizieren. Im Stakeholder Value-Konzept werden jedoch die Untersuchungsfelder erheblich ausgedehnt, da die Beteiligung nicht nur am Ziel der Anteilseigner nach Cash Flow-

---

<sup>480</sup> Einschränkung sei darauf hingewiesen, daß dieses Selbstverständnis zwar einen Beitrag dazu leisten kann, daß der betreffende Arbeitnehmer das gewünschte Verhalten im Umgang mit den Kunden zeigt – eine Gewährleistung für dieses Verhalten läßt sich daraus aber nicht ableiten. Vgl. Jenner, Thomas; Ericsson, Susann, a.a.O., S. 78f.

<sup>481</sup> Vgl. stellvertretend für viele: Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.: Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Teil II: Ergebnisse, Erfahrungen und Auswirkungen in der Praxis, a.a.O., S. 44ff.

<sup>482</sup> Vgl. Cappelli, Peter; Rogovsky, Nikolai: Employee Involvement and Organizational Citizenship: Implications for Labor Law Reform and „Lean Production“, in: *Industrial and Labour Relations Review*, 51. Jg. (1998), Nr. 4, S. 647f.

Generierung beurteilt wird, sondern auch an den Zielsetzungen weiterer Stakeholder. Die im Anhang (Anhang III) zusammengefaßten Ergebnisse zeichnen jedoch ein eher diffuses Bild: Für die Stakeholdergruppe der Arbeitnehmer konnte gezeigt werden, daß nahezu keine eindeutigen positiven Wirkungszusammenhänge zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und den Wertgeneratoren dieser Stakeholder vorhanden sind. Lediglich der Wertgenerator Einkommen wird, wenn eine entsprechende Gestaltung der Beteiligung vorhanden ist, positiv beeinflusst. Für die Gruppe der übrigen Eigenkapitalgeber zeigte sich, daß die Gewinninteressen der Kleinaktionäre - insbesondere beim Ausschluß des Bezugsrechts - bedroht sind, während die Einfluß- und Kontrollinteressen der Großaktionäre angesichts des regelmäßig geringen Kapitalbesitzes in Arbeitnehmerhand nicht in Frage gestellt werden.

Für die Gruppe der Kunden als zuletzt betrachtete Stakeholder-Gruppe konnte dargestellt werden, daß deren Interesse an Preiswürdigkeit und Qualität durch diese Beteiligung durchaus positiv berührt werden kann. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich die intendierten Produktivitätseffekte tatsächlich auf den Preis auswirken und wenn diese Beteiligungsform geeignet ist, beim Mitarbeiter ein Selbstverständnis zu generieren, sich als „Bürger der Organisation“ mit der entsprechenden positiven Wahrnehmung durch die Kunden zu verstehen.

## **2.5. Zwischenfazit I**

Die Darstellung der unterschiedlichen Methoden der Unternehmensbewertung hat gezeigt, daß keines der vorhandenen Instrumente allein imstande ist, die Wirkungsvielfalt einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung vollständig zu erfassen. Warum die Methoden des Rechnungs- und Prüfungswesens den im Abschnitt 2.1.3. formulierten Anforderungen nicht gerecht werden, wurde bereits dargelegt. Die Auseinandersetzung mit dem Shareholder Value- und dem Stakeholder Value-Konzept hat hingegen gezeigt, daß beide durchaus dazu dienen können, den Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert zu beschreiben und zu analysieren:

- Beide Konzepte liefern **Bestimmungsgrößen** des Unternehmenswertes.
- Das beiden Konzepten zugrundeliegende System der Wertgeneratoren ist geeignet, **Wirkungszusammenhänge** zwischen der Beteiligung und dem Unternehmenswert zu erklären.
- Nach beiden Konzepten lassen sich **Bedingungen** für eine den Unternehmenswert steigernde Gestaltung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung identifizieren.

Beiden liegen aber 'auf den ersten Blick' entgegengesetzte Definitionen des Begriffs 'Unternehmenswert' zugrunde: Nach dem Shareholder Value-Konzept ist dies das Kurswertvermögen der Aktionäre, nach dem Stakeholder Value-Konzept die Befriedigung von Interessen der Anspruchsgruppen. Insofern sind für den weiteren Fortgang der Arbeit drei Handlungsalternativen denkbar:

1. Die Entscheidung für einen Ansatz,
2. Der Versuch, beide Ansätze in ein Modell zu integrieren,
3. Die beiden Ansätze als unterschiedliche, sich aber gegenseitig ergänzende Instrumente zu begreifen.

Die Entscheidung für ein Konzept würde einen erheblichen Verlust an Analyse-möglichkeiten mit sich bringen und zudem auch nicht den realwirtschaftlichen Bedingungen in Deutschland und Frankreich gerecht werden: In beiden Ländern kann sich die Unternehmensführung von Aktiengesellschaften weder rein am Shareholder-Value noch rein am Stakeholder-Value orientieren. Der Versuch, beide Konzepte aufgrund ihrer vergleichbaren methodischen Vorgehensweise in ein Modell zu integrieren, erscheint reizvoll. Er würde in sich aber vor allem die Gefahr einer Implosion bergen, da zwei Methoden miteinander vermengt würden, die zwar keine gegensätzlichen Konzepte darstellen, jedoch aufgrund der verschiedenen Bestimmungsgrößen des Unternehmenswertes unterschiedliche Stoßrichtungen aufweisen.

Sie als unabhängige, sich aber ergänzende Konstrukte zu begreifen, ist deshalb die für den Fortgang der Arbeit plausibelste Variante. Denn während das Shareholder Value-Konzept ein differenziertes Analyse-kriterium in den Bereichen Finanzierung und Investition darstellt, gilt dies für das Stakeholder Value-Konzept in den Bereichen Unternehmenspolitik, Unternehmensführung und Unternehmensstrategie.<sup>483</sup> Doch die Konzepte ergänzen sich nicht nur, sie bedingen auch einander: Während *Rappaport* im Sinne des Shareholder Value formuliert, daß „die Schaffung über-ragender Eigentümerrenditen die Loyalität“ der „zentralen Anspruchsgruppen“<sup>484</sup> voraussetzt, sind nach *Speckbacher* im Sinne des Stakeholder Value-Konzeptes „Managementleistungen danach zu bewerten, inwiefern es dem Manager gelungen ist, durch ein geschicktes Management der impliziten Ansprüche aller Stakeholder langfristig Unternehmenswert für die Aktionäre zu schaffen“.<sup>485</sup> Demzufolge wird weder durch das Shareholder Value-Konzept die Bedeutung der Stakeholder noch durch das Stakeholder Value-Konzept die Bedeutung der Shareholder negiert - dieser berücksichtigt die Aktionäre ja sogar explizit als zentrale Anspruchsgruppe. Insofern erscheint dem Verfasser der vorliegenden Arbeit die in der Literatur heftig geführte Auseinandersetzung um die Legitimation der Ansätze, die sich in Beiträgen wie „Stakeholder Value schlägt Shareholder Value... nach Punkten!“<sup>486</sup> manifestiert, als 'akademische Spielwiese', die für den Fortgang der Arbeit aber wenig nutzbringend ist. Berücksichtigt ein Unternehmen nicht die Ansprüche der Stakeholder,

---

<sup>483</sup> Vgl. Schmid, Stefan: Nicht Shareholder-Orientierung, sondern Stakeholder-Orientierung. Plädoyer für eine Relativierung der einseitigen Ausrichtung am Shareholder Value, in: Diskussionsbeiträge der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt, Nr. 76/Oktober 1996, S. 7f.

<sup>484</sup> Rappaport, Alfred: Shareholder Value, a.a.O., S. XIV.

<sup>485</sup> Speckbacher, Gerhard: Standpunkt: Ist der Stakeholder Ansatz ein Konzept für Moralisten? Zur Interdependenz von Wertschaffung und Wertverteilung, a.a.O., S. 352.

<sup>486</sup> Gomez, Peter: Stakeholder Value schlägt Shareholder Value... nach Punkten!, in: Thexis, 15. Jg. (1998), Nr. 2, S. 62.

erleidet es einen Reputationsverlust – die Folge sind ein zurückgehendes Geschäft und abnehmende Cash Flows. Deshalb ist es evident, daß das Management eines Unternehmens sich auch dann um die Ansprüche der Nicht-Aktionäre kümmern wird, wenn als Maxime der Unternehmensführung die Steigerung des Unternehmenswertes gilt.<sup>487</sup> Beide Konzepte liefern - beschränkt man sich auf das gemeinsame Gedankengerüst der Wertgeneratoren - wertvolle Ansatzpunkte zur Analyse der Auswirkungen einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung. Werden die beiden Ansätze nicht als Dogmen der Unternehmensführung begriffen, sondern lediglich als Instrumente zur Analyse von Zusammenhängen, sind sie durchaus nutzbringend. Die weitergehende Kritik an den Methoden, die hier insbesondere für das Shareholder Value-Konzept ausführlich dargestellt wurde, stellt deren grundsätzliche Eignung nicht in Frage. Sie zeigt lediglich, daß wegen methodischer Mängel keines der beiden Konzepte geeignet ist, alleinige Richtschnur unternehmerischer Entscheidungen zu sein. Am Beispiel des Shareholder Value-Konzeptes bedeutet dies: Die Kritik an den Berechnungsmethoden der Diskontierungsfaktoren ist nach Ansicht des Verfassers der Arbeit nachvollziehbar. Für die Berechnung des Unternehmenswertes ist die Wahl des richtigen Diskontierungsfaktors entscheidend, für die theoretische Analyse der Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf den Unternehmenswert aber von eher sekundärer Bedeutung.

Die Darstellung der unterschiedlichen Methoden hat auch gezeigt, daß eine eindeutige Beziehung zwischen der Beteiligung der Arbeitnehmer am Aktienkapital des arbeitgebenden Unternehmens und dem Wert dieses Unternehmens nicht ableitbar ist. Insofern hat die vorangegangene Analyse ein eher differenziertes Bild gezeichnet: Angesichts der Fülle von theoretischer Literatur und empirischen Befunden aus verschiedenen Ländern wurden für nahezu sämtliche Wertgeneratoren Argumentationsstränge dargestellt und Belege geliefert, mit denen entweder ein positiver, ein negativer oder ein neutraler Zusammenhang begründet werden konnte. Daraus läßt sich die Notwendigkeit ableiten, die Analyse auf ein praktisches Anwendungsbeispiel zu fokussieren. Dies soll im folgenden Kapitel am Beispiel der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich erfolgen.

---

<sup>487</sup> Vgl. Spremann, Klaus: *Wirtschaft, Investition und Finanzierung*, 5. Aufl., München/Wien 1996, S. 482.

### 3. Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich

#### 3.1. Rahmenbedingungen

Eine Schilderung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich kann sich nicht darauf beschränken, lediglich Rechtsgrundlagen zu beschreiben. Auch die Kenntnis des politischen, wirtschaftlichen und sozialen Kontextes der französischen Unternehmen trägt erheblich dazu bei, den dortigen Erfolg dieser Beteiligungsform zu verstehen. So schlägt sich beispielsweise der traditionell starke Einfluß des französischen Staates auch in der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nieder, für die ein erheblich detaillierteres und sowohl die Unternehmen als auch die Arbeitnehmer begünstigenderes gesetzliches Regelwerk vorhanden ist als in Deutschland. Andererseits gibt es aber auch gerade zahlreiche Kontextfaktoren, die vordergründig überhaupt nicht mit einer substantiellen Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital ihrer arbeitgebenden Unternehmen übereinzustimmen scheinen: So stellt sich beispielsweise die Frage, ob die dominierende Position des *patron* und die relativ uneingeschränkte Herrschaft des Managements in Frankreich einerseits und eine Beteiligung der Arbeitnehmer andererseits, die oftmals dazu führt, daß die Arbeitnehmer die größte Aktionärsgruppe darstellen, nicht schon für sich einen fundamentalen Widerspruch bedeuten.

#### Kontextfaktor I: Die staatliche Einflußnahme auf die Wirtschaft

Die detaillierte gesetzliche Regelung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung, der der Staat gegenüber einem Aushandlungsprozeß zwischen den Interessenvertretungsorganen offensichtlich den Vorzug gibt, steht widerspruchsfrei in der langen Tradition des staatlichen Einflusses auf das wirtschaftliche Geschehen Frankreichs. Auch heute zeigen sich noch die Folgen des ‚*Colbertisme*‘<sup>488</sup>, ein Konzept staatlicher Wirtschaftslenkung, das auf den Finanzminister Ludwigs XIV, *Jean-Baptiste Colbert*, zurückzuführen ist. Ein Beispiel hierfür ist das System der ‚*Planification*‘: Bei der Erstellung staatlicher Pläne werden Kommissionen und Ausschüsse beteiligt, in denen die betroffenen gesellschaftlichen Gruppen – wie Arbeitgeberverbände und Gewerkschaften – vertreten sind.<sup>489</sup> Diese bis zum heutigen Zeitpunkt durchgeführten mehrjährigen Planungen – sie umfassen in der Regel einen Zeitraum von fünf Jahren - bilden den Rahmen für die Zielsetzungen öffentlicher und privater Investitionsprogramme. Sie werden im Gesetzgebungsverfahren vom Parlament verabschiedet; für die private Wirtschaft haben sie indikativen Charakter, die Wirtschaftspolitik des Staates ist jedoch an diese Planvorhaben gebunden. Die Planungen der neunziger Jahre zielen insbesondere darauf, die Wirtschaft auf den

---

<sup>488</sup> Die wichtigsten Aspekte dieser Politik waren neben der planmäßigen Förderung der Wirtschaft und der Schaffung staatlicher Manufakturen insbesondere die Förderung des Außenhandels sowie eine Abschottung vor ausländischer Konkurrenz. Vgl. Lasserre, René; Schild, Joachim; Uterwedde, Henrik: Frankreich – Politik, Wirtschaft, Gesellschaft, Opladen 1997, S. 129 und Tümmers, Hans J., a.a.O., S. 323.

<sup>489</sup> Vgl. Tümmers, Hans J., a.a.O., S. 330.

europäischen Binnenmarkt und den globalen Wettbewerb vorzubereiten.<sup>490</sup> Auch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung steht in der langen Tradition des in Frankreich beobachtbaren erheblichen staatlichen Einflusses auf die Wirtschaft – waren erste Gesetze zur Regelung dieser Beteiligung doch bereits Mitte des 19. Jahrhunderts vorhanden.<sup>491</sup>

### **Kontextfaktor II: Die Notwendigkeit der Entgeltflexibilisierung**

Die staatliche Einflußnahme schafft aber auch erhebliche Probleme für die Wettbewerbsfähigkeit französischer Unternehmen - insbesondere durch die Regelungen im Bereich der Steuern und der lohnbezogenen Sozialabgaben: Obwohl in Frankreich die Löhne selbst niedriger als in Deutschland sind, führen die hohen Lohnnebenkosten dazu, daß die Personalkosten je Arbeitsstunde in Frankreich insgesamt um 35% höher liegen als in Deutschland.<sup>492</sup> Während hierzulande 1997 die Sozialabgaben nur einen Anteil von 35% an den gesamten Lohnkosten hatten, waren es in Frankreich 52%.<sup>493</sup> Französische Unternehmen sehen sich also zunehmend der Herausforderung gegenüber, Entgeltmodelle zu gestalten, die unter Ausnutzen bestehender gesetzlicher Regelungen zu einer Reduzierung der Lohnnebenkosten beitragen. Auch vor diesem Hintergrund läßt sich die Verbreitung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich erklären.

### **Kontextfaktor III: Die Personalführung und die Arbeitsbeziehungen**

Während die zuvor genannten Kontextfaktoren durchaus geeignet sind, den Erfolg der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich zu erklären, ist dies für den dritten gewählten Kontextfaktor – die Personalführung und die Arbeitsbeziehungen – weniger eindeutig:

Im Bereich der Personalführung zeigen die Ergebnisse der internationalen Personalforschung, daß gerade in Frankreich zwischen Vorgesetzten und Untergebenen ein besonders hierarchisches Verhältnis besteht: Nach *Brunstein* neigen Franzosen dazu, Klassifizierungen und Rangeinteilungen zu benutzen sowie hierarchische Distanz zu bewahren.<sup>494</sup> Diese Überlegungen finden ihre Bestätigung auch in empirischen Untersuchungen, beispielsweise bei *Hofstede*.<sup>495</sup> Französische Unternehmen zeichnen sich auch heute noch durch eine starke vertikale Differenzie-

---

<sup>490</sup> Vgl. ebenda, S. 326ff und Lasserre, René; Schild, Joachim; Uterwedde, Henrik, a.a.O., S. 117ff.

<sup>491</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 48, Fußnote 80.

<sup>492</sup> Vgl. Klaukewitsch, Peter; Rouault, Dominique: France-Allemagne: une analyse comparative des salaires, in: *Problèmes économiques*, Nr. 2602 (1999), 3. Februar 1999, S. 1.

<sup>493</sup> Vgl. Jacquin, Jean-Baptiste; Nexon, Marc: Les premières entreprises industrielles et de services françaises, in: *Problèmes économiques*, Nr. 2551 (1998), 14. Januar 1998, S. 4.

<sup>494</sup> Vgl. Brunstein, Ingrid: France, in: Dies. (Hrsg.): *Human Resource Management in Western Europe*, Berlin/New York 1995, S. 61.

<sup>495</sup> Vgl. Hofstede, Geert: *Culture's Consequences. International Differences in Work-Related Values*, Beverly-Hills/London 1980.

rung aus.<sup>496</sup> Die Organisationsstrukturen sind zumeist wenig flexibel, zentralisiert und durch einen hohen Bürokratisierungsgrad geprägt.<sup>497</sup> Die für die französische Gesellschaft insgesamt charakteristische Einteilung in Ränge – *d'Iribarne* beschreibt dies als „*logique des «rangs» ... comme élément d'une logique plus vaste de l'honneur*“<sup>498</sup> – stellt auch das vorherrschende Organisationsprinzip der französischen Unternehmen dar: Unangefochten an der Spitze steht der *Président-Directeur-Général* (PDG). Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich trifft auf ein Umfeld, das nur wenig Platz für partizipative Elemente bietet – einerseits, weil die Vorgesetzten geringe Bereitschaft zeigen, Entscheidungskompetenz auf untere Hierarchieebenen zu delegieren und andererseits, weil die Untergebenen dazu neigen, Entscheidungen auf nächsthöhere Hierarchieebenen zu verlagern.<sup>499</sup> Dies mag auch ein Grund dafür sein, daß die gesetzlich bedingten Mitsprachegruppen, über deren Konstitution zwischen dem Unternehmen und der betrieblichen Gewerkschaftsvertretung Vereinbarungen zu treffen sind, bei den Arbeitnehmern auf wesentlich geringere Akzeptanz stoßen als beispielsweise Qualitätszirkel. Diese weisen zwar eine vergleichbare Struktur auf und dienen auch ähnlichen Zielsetzungen – nämlich etwa der Klärung von Fragen der Arbeitsbeziehungen und der Arbeitsorganisation<sup>500</sup> – ihre Einführung geht aber auf die Initiative der Arbeitgeber zurück und vereint damit offensichtlich aus Sicht der Arbeitnehmer die Akzeptanz der betrieblichen Autorität mit dem Bedürfnis nach der Artikulation eigener Interessen. Ähnliches könnte auch für die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung gelten: Sie stellt in dem spezifischen Kontext französischer Aktiengesellschaften ein Partizipationsinstrument dar, das – zumindest potentiell – die Beteiligungsmöglichkeiten der Arbeitnehmer um die Rechte eines Aktionärs erhöht, ohne gleichzeitig die gewohnten und auch Sicherheit stiftenden Sozialstrukturen in dem Unternehmen in Frage zu stellen.

Im Bereich der **Arbeitsbeziehungen** bietet die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung hingegen Ansätze für – aus französischer Sicht – fundamentalere Veränderungen: Bietet der Kapitalbesitz an einem Unternehmen in Form von Aktienanteilen doch neben der Teilhabe an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens auch die Möglichkeit, über die Hauptversammlung oder über Vertreter der Kapitaleigner im Aufsichtsrat eigene Interessen zu artikulieren und somit Einfluß auf Entscheidungen

---

<sup>496</sup> Dies zeigt sich nicht nur an den ausgeprägt hierarchischen Strukturen, sondern oftmals schlichtweg an der räumlichen Aufteilung: Vielfach sitzen die Topmanager im obersten Stockwerk und die Schreibkräfte im Erdgeschoß. Vgl. Barsoux, Jean-Louis; Lawrence, Peter: Wie Frankreich seine Kader schmiedet, in: *Harvard Manager*, 14. Jg. (1992), Nr. 1, S. 32.

<sup>497</sup> Vgl. Schmidt, Géraldine: Le modèle allemand face au modèle français. Comparaison des styles de management des entreprises en France et en Allemagne, in: *Annales du Management*, Tome II – Contributions, Nancy 1992, S. 473.

<sup>498</sup> d'Iribarne, Philippe: Culture et «effet sociétal», in: *Revue française de sociologie*, 32. Jg. (1991), Nr. 4, S. 603. Hervorhebung im Original.

<sup>499</sup> Vgl. Schmidt, Vivien A.: *From State to Market. The Transformation of French Business and Government*, Cambridge/New York/Melbourne 1996, S. 397ff.

<sup>500</sup> Vgl. Jansen, Peter; Kißler, Leo: Rationalisierung betrieblicher Herrschaft durch Demokratisierung – Das Arbeitermitspracherecht auf dem Prüfstand der Praxis, in: *WSI-Mitteilungen*, 39. Jg. (1986), Nr. 1, S. 13.



auszuüben. Auch dieser Aspekt bereichert die Beschäftigung mit dieser Beteiligungsform in Frankreich um ein weiteres, ausgesprochen faszinierendes Element: Denn den Vertretungsorganen der Arbeitnehmer kommt bislang nur eine untergeordnete Stellung zu. Die Einflußmöglichkeiten der Arbeitnehmer über die Repräsentativorgane auf Betriebsebene<sup>501</sup> sind gering. Die politisch unterschiedlich orientierten Gewerkschaften sind zersplittert, was als „wesentliche Ursache für die Schwäche der französischen Gewerkschaftsbewegung gesehen“<sup>502</sup> wird. Ihr Organisationsgrad verharrt seit Mitte der 90er Jahre unter 10%, dem niedrigsten Wert aller westlichen Industrieländer.<sup>503</sup> Drei von vier Franzosen betrachten Gewerkschaften als unnützlich, insbesondere wegen deren primär politischer Ausrichtung und angesichts der steigenden Arbeitslosigkeit.<sup>504</sup> Und auch auf Unternehmensebene ist eine Vertretung von Arbeitnehmerinteressen nur rudimentär ausgebildet: In Aktiengesellschaften mit einem Aufsichts- oder Verwaltungsrat können seit 1986 zwar Arbeitnehmervertreter in diesen Organen mit beratender Funktion beteiligt werden – sie müssen es aber nicht: Dementsprechend waren es 1994 gerade 10 Unternehmen, die eine derartige Partizipation vorsahen.<sup>505</sup> Eine paritätische Beteiligung ist ohnehin ausgeschlossen, da der Anteil der Arbeitnehmer insgesamt maximal ein Drittel der Sitze betragen darf.<sup>506</sup> Die nahezu nicht-existente Arbeitnehmervertretung in Entscheidungsgremien entspricht aber auch der im Vergleich zu Deutschland höheren Akzeptanz eines Alleinentscheidungsrechts des Kapitaleigners bzw. des Managements: Eine Untersuchung von Cleff ergab, daß immerhin 13,6% der französischen Arbeitnehmer davon überzeugt sind, daß Entscheidungen durch den Unternehmer selbst zu treffen sind, da ihm das Unternehmen gehöre – dieser Anteil ist mehr als doppelt so hoch wie in Deutschland, wo dies lediglich 6,3% der Be-

---

<sup>501</sup> Hierzu zählt der Betriebsausschuß (*comité d'entreprise*), die Personaldelegierten (*délégués du personnel*), die Mitsprachegruppen (*groupes d'expression*) und der Ausschuß für Gesundheit, Sicherheit und Arbeitsbedingungen (*comité d'hygiène, de sécurité et des conditions de travail*). Darüber hinaus existiert mit den Gewerkschaftsdelegierten (*délégués syndicaux*) ein Interessenvertretungsorgan der im Betrieb vertretenen Gewerkschaften. Die Einflußmöglichkeiten sind insgesamt aber sehr gering. Während beispielsweise in Deutschland auf Betriebsebene bei sozialen und personellen Angelegenheiten eine Mitbestimmung des Betriebsrates in Form von Veto- und Initiativrechten vorgesehen ist, beschränkt die französische Gesetzgebung den Arbeitnehmereinfluß lediglich auf Mitwirkungsmöglichkeiten durch Informations- und Konsultationsrechte. Vgl. Fankideiski, Elfi; Breisig, Thomas: Mitbestimmung, Frankreich, in: Breisig, Thomas; Hards, Heinz-Dieter; Metz, Thomas; Scherer, Dietmar; Stengelhofen, Theo (Hrsg.): Handwörterbuch Arbeitsbeziehungen in der EG, Wiesbaden 1993, S. 382ff.

<sup>502</sup> Jansen, Peter; Kießler, Leo; Kühne, Peter; Leggewie, Claus; Seul, Otmar: Gewerkschaften in Frankreich. Geschichte, Organisation, Programmatik, Frankfurt/Main 1986, S. 47.

<sup>503</sup> Vgl. Lécluse, Michèle: Des syndicats à la recherche de leur image et de leur public, in: Les Echos, Nr. 16961 (1995), 16. August 1995, S. 2.

<sup>504</sup> Vgl. ebenda, S. 2.

<sup>505</sup> Vgl. o.V.: Law on participation and 'time savings', in: European Industrial Relations Review, Nr. 250 (1994), November 1994, S. 25.

<sup>506</sup> Vgl. ebenda, S. 25.

fragten befürworten.<sup>507</sup> Französische Arbeitnehmer sind also eher bereit, „die Unternehmung als Terrain des Unternehmers“<sup>508</sup> zu akzeptieren.

Für Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung kann sich jedoch dieses Bild einer fehlenden Beteiligung der Arbeitnehmer ändern, da hier gesonderte Modalitäten gelten<sup>509</sup>: Beträgt der Anteil der Arbeitnehmer am Kapital mindestens 5%, kann eine außerordentliche Hauptversammlung beschließen, daß die Arbeitnehmer-Aktionäre durch maximal zwei Vertreter in diesen Gremien repräsentiert werden. Dies gilt jedoch nicht für jene Unternehmen, die bereits eine freiwillige Vertretung nach dem oben genannten Verfahren praktizieren. Doch auch diese Regelung hat freiwilligen Charakter – faßt die Hauptversammlung einen ablehnenden Beschluß, besteht die einzige gesetzliche Verpflichtung darin, innerhalb von 5 Jahren eine erneute Abstimmung vorzunehmen. Dennoch ist die Arbeitnehmer-Kapitalbeteiligung offensichtlich ein Instrument, das Ansätze bietet, die Vertretung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsorganen zu verbessern.

### **3.2. Unternehmenskontrolle und Unternehmenswert**

Einen ersten Überblick über die Eigentümerstruktur und Kontrolle französischer Unternehmen gibt eine Untersuchung *Wymeersch*: Er unterschied 1995 auf westeuropäischer Ebene drei Modelle der Unternehmensführung.<sup>510</sup>

Das hauptsächlich in angelsächsischen Staaten vorkommende „**gesellschaftsorientierte Modell**“ zeichnet sich durch eine große Zahl börsennotierter Gesellschaften und eine breite Aktienstreuung aus. Die Überwachung der Unternehmensführung erfolgt hauptsächlich durch den Effektenmarkt. Das Vertreten von gesellschaftlichen Interessen „wird nicht als unentbehrlich empfunden ... da dies eine Beschränkung der Unternehmensführung zur Folge haben könne und die Gewinnmaximierung für die Aktionäre beeinträchtigt.“<sup>511</sup> Charakteristisch für dieses Modell ist, daß ein Arbeitnehmereinfluß auf die Geschäftsleitung fehlt.

Das „**unternehmensorientierte Modell**“ ist insbesondere in Deutschland, aber auch in den Niederlanden, Österreich und der Schweiz anzusiedeln. Die Zahl der börsennotierten Gesellschaften ist in diesem Modell zwar vergleichsweise gering, die Börsenkapitalisierung ist aber beträchtlich. Dennoch findet die Überwachung der Unternehmensführung in geringerem Maße über den Effektenmarkt statt, viel eher werden die Gesellschaften von Großaktionären oder via Depotstimmrecht über die Banken kontrolliert. Die unterschiedlichen Belange der verschiedenen Interessen-

---

<sup>507</sup> Vgl. Cleff, Thomas: Industrielle Beziehungen aus Sicht deutscher und französischer Arbeitnehmer, in: Industrielle Beziehungen, 1. Jg. (1994), Nr. 1, S. 397.

<sup>508</sup> Ebenda, S. 402.

<sup>509</sup> Vgl. im folgenden: o.V.: Law on participation and ‚time savings‘, a.a.O., S. 25f.

<sup>510</sup> Vgl. im folgenden Wymeersch, Eddy, a.a.O., S. 308ff.

<sup>511</sup> Ebenda, S. 310.

gruppen finden ihren Ausgleich durch eine Zweiteilung des Leitungsorgans in einen Vorstand und einen mitbestimmten Aufsichtsrat.

Das „**französisch-belgische Modell**“ ist als Mittelweg zwischen den beiden ersten Modellen zu bezeichnen. In Frankreich wurde beispielsweise die Rolle des Aktienmarktes durch staatliche Maßnahmen wie umfangreiche Privatisierungsprogramme und Gewährung erheblicher Steuervorteile für Anleger erheblich gestärkt und Direktinvestitionen von Privathaushalten in Wirtschaftsunternehmen gefördert. Dadurch näherte sich „das französische System etwas an das britische an.“<sup>512</sup> In einigen der größten Gesellschaften gibt es keine Mehrheitsaktionäre mehr, so daß Unternehmen auf dem Markt gekauft werden können. Mitbestimmungsregeln sind – wie bereits beschrieben – nur rudimentär vorhanden. Die staatliche Politik in Frankreich räumte der Flexibilität, Deregulierung und Effizienz der Wertpapiermärkte gegenüber einer Reform des bereits seit 1966 bestehenden Gesellschaftsrechts stets Vorrang ein.

Die von *Wymeersch* beschriebene Entwicklung, wonach sich insbesondere das französische Modell dem britischen annähert, hat sich gegen Ende der 90er Jahre noch verstärkt. Als aktuelle Tendenzen sind festzuhalten:

**Orientierung am Unternehmenswert:** Ein Blick in die Geschäftsberichte französischer Aktiengesellschaften – aber auch in die dortige personalwirtschaftliche Literatur<sup>513</sup> - zeigt, daß auch in Frankreich der Wert des Unternehmens zunehmend das zentrale Bewertungskriterium der Unternehmensführung durch die Anteilseigner wird.<sup>514</sup> Ähnlich wie in Deutschland läßt sich aber aufgrund der gegebenen Rahmenbedingungen eine rein am Unternehmenswert orientierte Unternehmensführung nicht realisieren. Verstärkt wurde dies jedoch für den Fall Frankreichs durch den zumindest in der Vergangenheit erheblichen Einfluss des Staates auf das wirtschaftliche Geschehen. Dieser führte dazu, daß den Kennzahlen des Unternehmenswertes traditionell eine geringere Relevanz zukam als beispielsweise in Deutschland oder den USA. Erst seit sich der Staat allmählich aus dem wirtschaftlichen Geschehen zurückzieht – zumindest was seinen Kapitalbesitz an Unternehmen betrifft – , sehen sich französische Unternehmen verstärkt gezwungen, ihre Attraktivität auf den internationalen Kapitalmärkten gerade für ausländische institutionelle Anleger durch die Aussicht einer hohen Rendite zu steigern. Dies zeigt sich beispielsweise an der in jüngster Zeit veränderten Dividendenpolitik: Gegenüber 1997 hat sich 1998 die Zahl jener Unternehmen halbiert, die das „Schütt-Aus-Hol-Zurück-Verfahren“<sup>515</sup> praktizierten. Die Höhe der derart ausge-

---

<sup>512</sup> Ebenda, S. 313.

<sup>513</sup> Siehe beispielsweise d'Arcimoles, Charles-Henri: GRH, performance économique et valeur financière de l'entreprise: Modèles, Information, contrôle, in: Valeur marché et organisation, Actes des XIV<sup>èmes</sup> Journées nationales des I.A.E., Nantes 1998, S. 97-114.

<sup>514</sup> Vgl. o.V.: Spécial rapports annuels 1998, Les Echos Suppléments, Juni 1998, S. 6f.

<sup>515</sup> Das „Schütt-Aus-Hol-Zurück-Verfahren“ bezeichnet eine Dividendenausschüttung, deren finanzielle Mittel anschließend durch eine Kapitalerhöhung wieder in das Unternehmen zurückfließen. Vgl. - insbesondere zu den steuerrechtlichen Implikationen - beispielsweise

schütteten Rendite reduzierte sich im gleichen Zeitraum von 17 Milliarden FF auf 4,8 Milliarden FF.<sup>516</sup> Gerade ausländische institutionelle Anleger lehnen dieses Verfahren insbesondere wegen der Gefahr der Doppelbesteuerung im Heimatstaat und im Land des ausschüttenden Unternehmens eher ab.<sup>517</sup> *Jacquin/Nexon* werten dies ebenso als Element einer Signalpolitik<sup>518</sup> gegenüber dem Kapitalmarkt wie die Höhe der ausgeschütteten Dividenden selbst: *Pechiney* beispielsweise schüttete 1997 eine Dividende in Höhe von ungefähr 300 Mio. FF aus, obwohl im vorangegangenen Geschäftsjahr ein Verlust erwirtschaftet wurde.<sup>519</sup> Insgesamt drängt sich für französische Unternehmen das Bild einer „Aufholjagd“ auf: Eine Untersuchung der *Boston Consulting Group* des Finanzsektors in 5 europäischen Ländern (Großbritannien, Niederlande, Deutschland, Frankreich und Italien) ergab, daß von 1987–1997 nur die italienischen Unternehmen für ihre Aktionäre eine geringere Rendite erwirtschafteten als die französischen Unternehmen. Allerdings gelang es in den vergangenen Jahren gleichzeitig in keinem anderen der betrachteten Länder, die Eigenkapitalrendite der Unternehmen des Finanzsektors im gleichen Maß zu steigern wie in Frankreich: Lag sie 1994 noch bei unter –5%, steigerte sie sich bis 1998 auf +10%. In den anderen Ländern – außer Italien, wo sie zurückging – blieb die Eigenkapitalrendite hingegen nahezu konstant.<sup>520</sup> Auch dies mag als Indiz dafür gewertet werden, daß sich die Unternehmensführung in Frankreich zunehmend an entsprechenden Kennzahlen orientiert.

**Aktionärsstruktur:** Im Vergleich zu Deutschland hat der Effektenmarkt für die Unternehmenskontrolle eine noch stärkere Bedeutung: Es besteht ein breiter Streubesitz von Aktien bei Kleinaktionären, und das mit zunehmender Tendenz. Von 1992 bis 1997 nahm – insbesondere in der Folge zahlreicher Privatisierungen wie beispielsweise von *France Télécom* – die Anzahl der Aktionäre in Frankreich von 3,7 auf 5,2 Millionen zu.<sup>521</sup> Gleichzeitig stieg der Aktienbesitz ausländischer Kapitalanleger: Während Ende der 80er Jahre noch weniger als 10% der an der Börse von Paris gehandelten Werte im Besitz dieser Anlegergruppe waren, sind es gegen Ende der 90er Jahre bereits über 36%<sup>522</sup> – somit übersteigen sie die Sperminorität

---

Schierenbeck, Waldemar: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 9. Aufl., München/Wien 1987, S. 417ff.

<sup>516</sup> Vgl. *Jacquin, Jean-Baptiste; Nexon, Marc, a.a.O.*, S. 6.

<sup>517</sup> Vgl. *Pape, Ulrich: Kapitalmarktorientierte Ausschüttungspolitik am Beispiel der Daimler-Benz AG: Sonderausschüttung und Kapitalerhöhung*, in: *Betriebs-Berater*, 53. Jg. (1998), Heft 35, S. 1787f.

<sup>518</sup> Vgl. *Jacquin, Jean-Baptiste; Nexon, Marc, a.a.O.*, S. 6.

<sup>519</sup> Vgl. ebenda.

<sup>520</sup> Vgl. o.V.: *Les groupes financiers français créent moins de valeur pour les actionnaires*, in: *Les Echos*, Nr. 17917 (1999), 10. Juni 1999, S. 32. Relativierend ist jedoch anzumerken, daß die untersuchten französischen Unternehmen damit das Ergebnis der deutschen Unternehmen knapp verfehlt haben und immer noch weit von der Eigenkapitalrendite der britischen Unternehmen – die bei 20% liegt – entfernt sind.

<sup>521</sup> Vgl. *Guillaume, Philippe: Avec 5,2 millions de porteurs, la détention d'actions en direct marque le pas en France*, in: *Les Echos*, Nr. 17653, 26. Mai 1998, S. 26.

<sup>522</sup> Vgl. *Guillaume, Philippe; Lamm, Patrick: L'arrivée en force des capitaux étrangers*, in: *Les Echos*, Sonderbeilage *Le Planisphère*, Nr. 17791, 9. Dezember 1998, S. 1.

auf den Hauptversammlungen, die nach französischem Aktienrecht ein Drittel der Stimmen plus eine weitere Stimme beträgt.<sup>523</sup> Eine besondere Bedeutung kommt dabei auch in Frankreich den Investmentfonds zu: Sie besitzen beispielsweise ungefähr 20% des Kapitals von *Pechiney*, 18% der *Banque Nationale de Paris (BNP)*, 17% von *Elf Aquitaine* und 14% von *Usinor*.<sup>524</sup> Mit dem Einzug der Fonds als bedeutende Anteilseigner verstärkte sich jedoch auch der Druck auf die Unternehmen, neben der reinen Wertschaffung auch weitergehende Kriterien in den Zielprozess einzubeziehen:

*„Le paradoxe c’est que les grand fonds de pension internationaux gèrent les économies de millions de salariés, qu’ils sont souvent sensibilisés aux considérations d’éthique ou d’environnement et qu’ils sont aussi des pourvoyeurs des fonds pour le logement social ou le capital-risque.“*<sup>525</sup>

Die Fonds scheinen hier also eine Instanz zu sein, die die Unternehmen eher von einer vor allem am Shareholder Value orientierten Unternehmenspolitik abhält.

**Personalverflechtungen:** Mit dem Rückgang der Kapitalverflechtungen ging jedoch kein Rückgang der Personalverflechtungen und Kumulierung von Aufsichtsfunktionen einher: Annähernd 40 Top-Manager Frankreichs haben zusammen 270 Aufsichtsmandate der größten französischen Unternehmen inne.<sup>526</sup> Daran hat auch der zunehmende Aktienbesitz von ausländischen Fonds nichts geändert, da diese traditionell nicht an einer Vertretung in den Leitungs- und Aufsichtsgremien interessiert sind.<sup>527</sup> Auch hat sich der staatliche Einfluß auf die Unternehmen trotz der Liberalisierung seit Beginn der *cohabitation*<sup>528</sup> ab Mitte der 80er Jahre nicht wirklich erheblich vermindert. So waren 1993 47% der „Président-Directeur-Général“ der 200 größten französischen Unternehmen ehemalige Beamte – mit steigender Tendenz. In Deutschland betrug dieser Anteil nur 8%.<sup>529</sup> In der Regel

<sup>523</sup> Vgl. Cozian, Maurice; Viandier, Alain: *Droit des Sociétés*, 11. Aufl., Paris 1998, S 307.

<sup>524</sup> Vgl. Guillaume, Philippe: *Le capitalisme français face à la vague des fonds de pensions*, in: *Les Echos*, Nr. 17791 (1998), 9. Dezember 1998, Sonderbeilage *Le Planisphère*, S. III.

<sup>525</sup> Ramadier, Sylvie: *Création de valeur: le nouveau credo*, in: *Les Echos*, Nr. 17618 (1998), 1. April 1998, S. 59.

<sup>526</sup> Vgl. Tricaud, Christophe: *Conseils d’administration: les grands patrons continuent de cumuler les sièges*, in: *Les Echos*, Nr. 17790 (1998), 8. Dezember 1998, Sonderbeilage *Le Planisphère*, S. VII.

<sup>527</sup> Vgl. o.V.: *Les fonds d’investissement étrangers poussent les sociétés françaises à revoir leur stratégie*, in: *Les Echos*, Nr. 17602, 10. März 1998, S. 30.

<sup>528</sup> Der Begriff „cohabitation“ bedeutet ursprünglich „Zusammenleben“ bzw. „eheliche Gemeinschaft“. Vgl. Weis, Erich: *Pons-Kompaktwörterbuch*, 1. Aufl., Stuttgart 1979, S. 108. In der politischen Sprache Frankreichs wird damit aber die „Zusammenarbeit eines Staatspräsidenten mit einem Premierminister aus dem ihm entgegengesetzten politischen Lager“ verstanden. Tümmers, Hans J., a.a.O., S. 326ff.

<sup>529</sup> Vgl. Ammon, Günther: *Der französische Wirtschaftsstil. Eine Bestandsaufnahme nach 12 Jahren Liberalisierung*, in: Klump, Rainer (Hrsg.): *Wirtschaftskultur, Wirtschaftsstil und Wirtschaftsordnung. Methoden und Ergebnisse der Wirtschaftskulturforschung*, S. 133f.

handelt es sich hierbei um ehemalige Absolventen der elitären „*Ecole Nationale d'Administration*“ (ENA) oder der Polytechnique. Ammon kommt deshalb zu dem Schluß, daß trotz der Liberalisierungspolitik ein wirklicher Umbruch nicht stattfindet, da die Eliten „die Fäden in der Hand“ halten und diese „die Reformen immer gerade so weit“ treiben, „daß der Kern des Stiles nicht angetastet wird“<sup>530</sup>.

### **3.3. Beteiligung der Arbeitnehmer am Unternehmenskapital**

#### **3.3.1. Entwicklung**

Die Diskussion über die Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens in Frankreich läßt sich bis zum Beginn des 19. Jahrhunderts zurückverfolgen. Ausgangspunkt ist die Kritik der christlichen Soziallehre der Saint-Simonisten an der Verteilung der Produktionsmittel, die auf den Ideen des Grafen *Henri de Saint-Simon* (1760-1825) gründet. Die Leitlinie seines Werkes ist die Gründung eines neuen Christentums, da sich die römische Kirche zu sehr mit dem Feudalismus identifiziere und damit ihren Einfluß in der Industriegesellschaft verliere.<sup>531</sup> Die Kirche müsse daran arbeiten, die materielle und geistige Situation der Gesellschaft zu verbessern. Eine besondere Bedeutung komme dabei dem Besitz von Eigentum zu. Die Verteilung und Verwaltung von Besitz müsse derart sein, daß die Gesellschaft davon Nutzen habe. Reichtum sei nicht Quelle individueller Einkünfte, sondern lediglich ein in den Dienst der Gesellschaft zu stellendes Arbeitsmittel.<sup>532</sup> Damit würden privates Wirtschaftseigentum, Einkommensungleichheit und soziale Statusdifferenzierung nicht in Frage gestellt – sie seien sogar legitim und notwendig, sofern sie eine gesellschaftlich nützliche Leistung darstellten.<sup>533</sup>

Das explizite Postulat nach einer Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen findet sich in Frankreich schließlich in der Mitte des 19. Jahrhunderts bei dem vom Saint-Simonismus beeinflussten *Pierre-Joseph Proudhon* (1809-1865). In seiner 1840 veröffentlichten Streitschrift mit dem Titel „*Qu'est ce que la propriété*“ beantwortet er diese Frage mit „*La propriété c'est le vol*“.<sup>534</sup> Auch *Proudhon* lehnt das Privateigentum an Produktionsmitteln nicht ab. Eigentum würde aber dann zum Diebstahl, wenn der Unternehmer lediglich aufgrund seines Eigentümerstatus dem „Arbeiter den vollen Lohn für seine Arbeit ... zugunsten einer abgezweigten Rente“<sup>535</sup> vorenthalte. Hierbei zielt *Proudhon* jedoch nicht nur auf die Verteilung des

---

<sup>530</sup> Ebenda, S. 137f.

<sup>531</sup> Vgl. Servier, Jean: Der Traum von der großen Harmonie. Eine Geschichte der Utopie, München 1971, S. 218.

<sup>532</sup> Vgl. ebenda, S. 220.

<sup>533</sup> Vgl. Fritzsche, Klaus: Sozialismus – Konzeption und Perspektiven gesellschaftlicher Egalität, in: Neumann, Franz (Hrsg.): Handbuch Politische Theorien und Ideologien, Band II, Opladen 1996, S. 6.

<sup>534</sup> Zitiert nach Neumann, Franz: Anarchismus – Theorien und Utopien von Freiheit und Herrschaftslosigkeit, in: Neumann, Franz (Hrsg.), a.a.O., S. 173.

<sup>535</sup> Schilling, Kurt: Geschichte der sozialen Ideen, Stuttgart 1966, S. 399.

durch die Arbeit erwirtschafteten Mehrwertes, sondern auch auf einen durch die Arbeit begründeten Anspruch auf Kapitalbesitz.<sup>536</sup>

Erste Initiativen zur staatlichen Förderung der Kapitalbeteiligung erfolgten schließlich 1848, als die Nationalversammlung 3 Mio. FF in Kreditform für solche Unternehmen bereitstellte, die ihre Arbeitnehmer finanziell beteiligten.<sup>537</sup> Ein weiterer Schritt stellte gegen Ende des vergangenen Jahrhunderts die Gründung von Arbeitnehmer-Kooperativen (*Coopérative des Sociétés Ouvrières de Production*) dar, die durch staatliche Kreditvergaben unterstützt wurden. Ihre Anzahl stieg zwar von 40 im Jahre 1885 auf 120 im Jahre 1914, insgesamt war ihre Verbreitung jedoch gering.<sup>538</sup> Um die Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer zu fördern, wurde deshalb 1917 das Gesellschaftsrecht von 1867 um eine weitere Gesellschaftsform ergänzt: Die *Société anonyme à participation ouvrière et action de travail* entsprach der traditionellen Aktiengesellschaft, ein Teil des Unternehmenskapital befand sich jedoch im Besitz einer Genossenschaft der Arbeitnehmer, die über die Verteilung der Erträge an ihre Mitglieder entschied. Diese Genossenschaft wurde im Verhältnis ihres Kapitalbesitzes in der Hauptversammlung und auch im Verwaltungsrat des Unternehmens vertreten. Sowohl bei den Arbeitgebern als auch bei den Arbeitnehmervertretungen – insbesondere der kommunistischen *CGT* – stieß diese Gesellschaftsform jedoch auf völlige Ablehnung: So waren 1923 in ganz Frankreich gerade 10 derartige Aktiengesellschaften registriert, von denen nur 4 imstande waren, tatsächlich Gewinne an die Arbeitnehmer auszuschütten.<sup>539</sup> Eine autoritärere Variante der Kapitalbeteiligung wählte *Jaluzot*, der Gründer des Kaufhauses „*Printemps*“ - seine Arbeitnehmer waren sämtlich Aktionäre des Unternehmens: Allerdings nicht auf freiwilliger Basis, sondern er verpflichtete sie, Aktien des Unternehmens zu erwerben – indem einfach ein Teil des Lohns in Form dieser Anteile ausbezahlt wurde.<sup>540</sup>

Nach dem zweiten Weltkrieg erfolgten zahlreiche weitere Maßnahmen des Gesetzgebers, um die finanzielle Beteiligung in Frankreich zu fördern. Diese Politik des Staates sieht sich bis heute einer eher ablehnenden Haltung der französischen Gewerkschaftszentralen gegenüber: Die Argumente reichen hierbei von dem Vorwurf der kommunistischen *CGT*, die Beteiligung sei lediglich eine Strategie der Arbeitgeber, um die Arbeitnehmer einzubinden, bis zur Kritik der christlichen *CFTC*, die ganz im Gegensatz zur *CGT* noch ausgeprägtere Mechanismen für eine Gewinn- und Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer wünscht.<sup>541</sup>

---

<sup>536</sup> „Le seul moyen d'assurer la propriété contre l'invasion du communisme, c'est d'opposer à l'organisation du travail l'organisation de l'échange; et par échange, j'entends tout à la fois: 1° l'échange des propriétés et des instruments de travail; 2° l'échange des produits.“ Proudhon, Pierre-Joseph: *Le droit au travail et le droit de propriété*, in: Bouglé, C.; Moysset, H. (Hrsg.): *Pierre-Joseph Proudhon. Oeuvres complètes*, Genf / Paris 1982, S. 455.

<sup>537</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 48, Fußnote 80.

<sup>538</sup> Vgl. Desvignes, Michel: *Demain, la participation. Au-delà du capitalisme et du marxisme*, Condé-sur-L'Escaut 1977, S. 36.

<sup>539</sup> Vgl. ebenda, S. 37.

<sup>540</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard: *L'Actionnariat des Salariés*, Paris 1990, S. 9.

<sup>541</sup> Vgl. Weiss, Dimitri: *La Fonction Ressources Humaines*, Paris 1992/1993, S. 753 ff.

Die folgende Darstellung der Rechtsgrundlagen wird zeigen, daß in Frankreich heute ein ausgesprochen detailliertes gesetzliches Regelwerk zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung vorhanden ist. Es reicht von der 1959 eingeführten Beteiligung der Arbeitnehmer am Unternehmenserfolg bis zur geplanten Novelle der bereits 1973 gesetzlich geregelten Aktienoptionspläne im Jahre 1998.

### 3.3.2. Unternehmensformen

Innerhalb der für diese Arbeit relevanten Gruppe der Kapitalgesellschaften gibt es in Frankreich ähnliche Unternehmensformen wie in Deutschland: Der Aktiengesellschaft entspricht die „*société anonyme*“ (SA), der Kommanditgesellschaft auf Aktien die „*société en commandite par actions*“ und der GmbH die „*société à responsabilité limitée*“ (SARL). Im Vergleich zu Deutschland ist die Bedeutung der SARL jedoch wesentlich geringer, da selbst mittelständische Unternehmen die Rechtsform einer Aktiengesellschaft der einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung vorziehen.<sup>542</sup> Da sich die Analyse der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in dieser Arbeit auf die Aktiengesellschaften in Frankreich konzentriert, steht sie im Mittelpunkt der folgenden Ausführungen.

Das französische Recht kennt drei Formen von Aktiengesellschaften: Die klassische Form ist die Aktiengesellschaft mit Verwaltungsrat. 1966 wurde zusätzlich die Aktiengesellschaft mit Aufsichtsrat und Vorstand eingeführt. Seit 1994 gibt es darüber hinaus die sogenannte „vereinfachte“ Aktiengesellschaft (*société par action simplifiée* - SAS).<sup>543</sup> Insgesamt zeichnet sich das französische Aktienrecht durch eine erhebliche Formstrenge aus, „die ausgeprägt durch den Minderheitenschutz bestimmt ist.“<sup>544</sup> Die beiden zuerst genannten Aktiengesellschaften haben einen der deutschen Aktiengesellschaft vergleichbaren pyramidenförmigen Aufbau: Hauptversammlung, Verwaltungsrat (oder Aufsichtsrat) und Präsident (oder Vorstand mit einem Vorsitzenden). Der Verwaltungsrat wird von der Hauptversammlung bestellt

<sup>542</sup> Vgl. Lutz, Dieter: Unternehmensformen und Unternehmensbesteuerung in Frankreich, in: Betriebs-Berater, 47. Jg. (1992), Nr. 4, S. 248f.

<sup>543</sup> Für die SAS gelten vereinfachte Bestimmungen. Die gesellschaftsrechtlichen Formalien wurden erheblich reduziert und die vertragliche Gestaltungsfreiheit ausgeweitet. Ziel war, die Formstrenge der bisherigen Regelungen zu überwinden um somit die Attraktivität der französischen Aktiengesellschaft für internationale Kooperationen zu erhöhen. Die Aufgaben der Verwaltungsorgane und der Hauptversammlung können angesichts der weitgehenden Gestaltungs- und Vertragsfreiheit eingeschränkt oder auch ausgeweitet werden, zumal die Bestellung eines Aufsichtsorgans ohnehin gesetzlich nicht vorgeschrieben ist. Ähnliches gilt für das Einberufen der Hauptversammlung: Im Gegensatz zu den übrigen Aktiengesellschaften kann hier die Hauptversammlung durch einen oder mehrere Aktionäre mit einem bestimmten Kapitalanteil einberufen werden. Die statuarischen Einzelregelungen zur Beschlußfassung können von den Aktionären ebenfalls frei gestaltet werden. Vgl. Kandler, Götz; Seseke, Christoph: Die „Société par actions simplifiée“ (SAS) – Schaffung einer „vereinfachten“ Aktiengesellschaft französischen Rechts, in: Die Aktiengesellschaft, 38. Jg. (1994), Nr. 10, S. 451ff.

<sup>544</sup> Kandler, Götz; Seseke, Christoph, a.a.O., S. 448.



und wählt aus seiner Mitte den *président-directeur général*. Verwaltungs- und Aufsichtsräte können von der Hauptversammlung jederzeit ohne Angabe von Gründen abberufen werden. Die Mitglieder der Verwaltungs- und Aufsichtsräte müssen eine in der Satzung festgelegte Mindestanzahl von Aktien besitzen. Die Hauptversammlung ist für Satzungsänderungen, die Feststellung des Jahresabschlusses, den Beschluß über die Gewinnverwendung sowie die Ernennung der Mitglieder der Verwaltungs- oder Aufsichtsorgane sowie der Abschlußprüfer zuständig. Der PDG bzw. der Vorsitzende des Vorstandes vertreten die Gesellschaft nach außen. Zu bestimmten Rechtshandlungen (beispielsweise Beteiligungsverkäufe) ist jedoch die Zustimmung des Verwaltungsrates bzw. des Aufsichtsrates oder der Hauptversammlung erforderlich.<sup>545</sup> Es können Aktien mit und ohne Stimmrecht ausgegeben werden. Die Höhe des Stimmenanteils eines einzelnen Aktionärs kann beschränkt werden. Der Erwerb eigener Aktien – unter anderem, um die Arbeitnehmer am Kapital zu beteiligen - ist den Unternehmen nur nach einer Genehmigung durch die Börsenaufsichtsbehörde (*Commission des opérations de bourse* – COB) und bis zu einer maximalen Höhe von 10% des Aktienkapitals möglich. Die Voraussetzungen wurden allerdings durch ein Gesetz 1998 wesentlich erleichtert, so daß seither die Zahl der Unternehmen, die eigene Aktien erwerben, kontinuierlich zunimmt.<sup>546</sup>

### 3.3.3. Rechtsgrundlagen

Die in Frankreich geltenden Gesetze und ergänzenden Verordnungen lassen sich in zwei Kategorien differenzieren:

1. Maßnahmen, die sich indirekt auf eine Aktienbeteiligung beziehen, da sie diese aufgrund ihrer Konstruktion flankierend fördern: Hierzu zählen die Gesetze
  - zur Beteiligung der Arbeitnehmer am Unternehmensergebnis („*intéressement des salariés à l'entreprise*“ und „*participation aux résultats de l'entreprise*“).
  - zum Unternehmenssparplan („*plan d'épargne d'entreprise*“)
2. Maßnahmen, die sich direkt auf den Erwerb von Aktien durch die Arbeitnehmer beziehen. Die entsprechenden Gesetze regeln
  - den Erwerb von Belegschaftsaktien („*plan d'actionariat des salariés*“)
  - den Erwerb von Aktienoptionen („*plan d'options sur actions*“)
  - die kostenlose Übertragung von Aktien („*dons d'actions*“ und „*distribution gratuite d'actions en faveur des salariés*“)
  - Aktienbeteiligung im Zuge der Privatisierung von Staatsunternehmen
  - die Übernahme des Betriebs durch die Arbeitnehmer („*rachat de l'entreprise par les salariés*“).

---

<sup>545</sup> Vgl. ebenda, S. 449f.

<sup>546</sup> Vgl. Lecoœur, Xavier: Les demandes de programmes de rachat d'actions se multiplient en France, in: Les Echos, Nr.17868 (1999), 30. März 1999, S. 33.

In der deutschsprachigen Literatur wurde die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich bislang nur wenig rezipiert. Die einzige umfassendere Veröffentlichung – eine rechtsvergleichende Dissertation zu den Beteiligungssystemen in Deutschland, Frankreich und Großbritannien von *Schutz*<sup>547</sup> – datiert aus dem Jahr 1993 und bezieht betriebswirtschaftliche Fragestellungen nur am Rande ein. Darüber hinaus spart diese Untersuchung einige relevante Formen der Beteiligung völlig aus: Beispielsweise jene, die im Zuge der Privatisierung von mehrheitlich in staatlichem Besitz befindlichen Unternehmen erfolgen und auch Beteiligungen, die auf die Übernahme von Betrieben durch die Belegschaft zurückzuführen sind. In der französischsprachigen Literatur ist zwar ausreichendes Material vorhanden. Wegen der Gesetzesänderungen, die im Zusammenhang mit den Regierungswechseln in den 90er Jahren zu sehen sind, sind jedoch große Teile dieser Veröffentlichungen nicht mehr verwendbar. Eine relativ aktuelle Darstellung der Beteiligungsformen aus rechtlicher Sicht findet sich lediglich bei *Maillard*<sup>548</sup>, der jedoch ebenfalls einige der für diese Arbeit zentralen Regelungen – beispielsweise die Beteiligung der Arbeitnehmer im Zuge von Privatisierungsmaßnahmen – unberücksichtigt läßt.

### 3.3.3.1. Maßnahmen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung

#### 3.3.3.1.1. Beteiligung am Unternehmenserfolg

Bereits 1959 wurde in Frankreich die Verordnung über das „*Intéressement des salariés à l'entreprise*“ eingeführt, die den Unternehmen ermöglichte, die Arbeitnehmer unter Ausnutzung steuerlicher und abgabenrechtlicher Vergünstigungen am Unternehmenserfolg zu beteiligen. Die aktuelle Rechtsgrundlage stellt ein Gesetz aus dem Jahr 1994 dar. Dieses fakultative Beteiligungsmodell steht allen französischen Unternehmen offen, unabhängig von der Unternehmensgröße, der Beschäftigtenanzahl und der Rechtsform, also auch den nicht gewinnorientierten Organisationen.<sup>549</sup> Die einzige Bedingung ist seit 1986, daß die Unternehmen ihren Verpflichtungen nachkommen, die Wahl der bereits genannten Vertretungsinstitutionen der Arbeitnehmer zu ermöglichen. Offensichtlich schätzt der Gesetzgeber die Attraktivität dieser Beteiligungsform für das Unternehmen so hoch ein, daß es „als Druckmittel benutzt werden kann, um andere Belange der Arbeitnehmer durchzusetzen.“<sup>550</sup> Für die begünstigten Arbeitnehmer kann jedoch eine Mindestbetriebszugehörigkeit von maximal 6 Monaten festgelegt werden.<sup>551</sup>

Grundlage dieser Beteiligung muß ein Abkommen zwischen dem Unternehmen und den Arbeitnehmern sein. Dieses kann entweder auf überbetrieblicher Ebene für bestimmte Branchen oder auf betrieblicher Ebene zwischen dem Arbeitgeber und den Gewerkschaftsvertretern oder den Personaldelegierten bzw. dem *comité*

---

<sup>547</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O.

<sup>548</sup> Vgl. Maillard, Paul: *Intéressement, Participation, Actionnariat*, 2. Aufl., Paris 1998.

<sup>549</sup> Vgl. ebenda, S. 48f.

<sup>550</sup> Schutz, Pia, a.a.O., S. 53.

<sup>551</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 50.

*d'entreprise* abgeschlossen werden.<sup>552</sup> Die Beteiligung orientiert sich nicht an der Arbeitsleistung des einzelnen Arbeitnehmers, sondern an dem durch alle Arbeitnehmer gemeinsam erarbeiteten Unternehmenserfolg, so daß folgerichtig auch alle Arbeitnehmer an diesem Erfolg partizipieren. An welcher Erfolgsgröße sich die Beteiligung zu orientieren hat, wird seit 1994 durch das Gesetz allerdings nicht mehr genauer definiert, das Abkommen muß lediglich die Berechnungsmethode spezifizieren.<sup>553</sup> Die Beteiligung kann für jeden Beschäftigten gleich hoch sein oder auch differieren – als Referenz hierfür ist jedoch nur das Einkommen und die Dauer der Betriebszugehörigkeit möglich. Seit 1994 ist es nicht mehr erlaubt, die Höhe der Beteiligung nach den unterschiedlichen Arbeitnehmergruppen (leitende Angestellte, Angestellte, Arbeiter) zu differenzieren.<sup>554</sup> Außerdem muß die jeweilige Höhe derart festgelegt werden, „*que la hierarchie des salaires ne soit pas contestée*“.<sup>555</sup>

Während die Gesetzgebung aus dem Jahre 1959 noch explizit verlangte, daß diese Form der Beteiligung ein Zusatzeinkommen des Arbeitnehmers darzustellen hat, sieht die Gesetzgebung von 1994 vor, daß durch das *intéressement* durchaus bereits bestehende Lohnbestandteile ersetzt werden können.<sup>556</sup> Das *intéressement* hat auf die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eine indirekte Auswirkung, da die Beteiligung zunächst in Form von Geld über die Lohnabrechnung ausgeschüttet wird. Die Gesetzgebung von 1959 sah hingegen noch vor, daß anstatt von Geld auch sofort Gratisaktien an die Belegschaft ausgegeben werden können. Diese Regelung wurde jedoch 1986 abgeschafft, da die Beteiligung in Form von Aktien als eine originär längerfristige Anlage dem Anspruch nach sofortiger Verfügbarkeit widersprach.<sup>557</sup>

Dennoch bietet vor allem die Befreiung von Steuern und Sozialabgaben einen Anreiz, die Beträge in Form von Aktien anzulegen: Die der Gesamtbelegschaft gewährte Beteiligung ist bis zu einer Höhe von 20% der gesamten Lohnsumme des Unternehmens von sämtlichen Steuern sowie Sozialabgaben befreit und mindert den zu versteuernden Gewinn des Unternehmens. Für die Arbeitnehmer sind die Vergünstigungen weniger attraktiv: Grundsätzlich ist dieses zusätzliche Einkommen zwar von Sozialabgaben befreit, jedoch zu versteuern. Einzige Ausnahme: Entschließt sich der Arbeitnehmer, die Beträge in einem Unternehmenssparplan (siehe Kapitel 3.3.3.1.3.) – der unter anderem auch eine Anlage in Aktien des arbeitgebenden Unternehmens vorsieht – anzulegen, entfällt auch für ihn die Pflicht zum Versteuern der Beträge.

---

<sup>552</sup> Vgl. ebenda, S. 51f.

<sup>553</sup> Vgl. ebenda, S. 57. Vor 1994 mußte in dem Abkommen die Referenzgröße genau spezifiziert werden, z.B. die Produktivitätssteigerung.

<sup>554</sup> Vgl. ebenda, S. 60f.

<sup>555</sup> Desbrières, Philippe: *Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les salariés*, Paris 1991, S. 21.

<sup>556</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 46f.

<sup>557</sup> Vgl. ebenda, S. 67f.

### 3.3.3.1.2. Beteiligung am Unternehmensergebnis

1967 wurde die Verordnung zur „*participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise*“ erlassen, die durch eine weitere Verordnung 1986 in die „*participation des salariés aux résultats de l'entreprise*“ umgewidmet wurde. In sämtlichen Unternehmen mit einer Mindestbeschäftigtenzahl von durchschnittlich 50 Arbeitnehmern in den vergangenen sechs Monaten ist der Abschluß einer Vereinbarung wie im Falle des *intéressement* obligatorisch, für kleinere Unternehmen hingegen ist er fakultativ.

Ausgangsgröße ist die „*réserve spécial de participation*“ (*RSP*). Sie wird errechnet, indem vom Gewinn des Unternehmens nach Steuern und Abgaben eine Eigenkapitalrentabilität von 5% abgezogen wird. Der so errechnete Betrag wird halbiert und mit einem Koeffizienten multipliziert, der die gesamte Lohnsumme des Unternehmens in ein Verhältnis zu dessen Wertschöpfung setzt.<sup>558</sup> Dadurch soll der Unterschied zwischen arbeits- und kapitalintensiven Unternehmen ausgeglichen werden. Es können auch andere Berechnungsmethoden vereinbart werden, deren Ergebnisse jedoch weder zu einem niedrigeren Betrag führen noch bestimmte Obergrenzen – beispielsweise die Hälfte des zu versteuernden Gewinns – überschreiten dürfen.<sup>559</sup> Die *RSP* wird auf sämtliche Arbeitnehmer des Unternehmens aufgeteilt, wobei jedoch eine Mindestbetriebszugehörigkeit von höchstens sechs Monaten vereinbart werden kann.

Die Höhe des an den einzelnen Arbeitnehmer ausgeschütteten Betrages wird im Verhältnis zur Höhe seines Einkommens berechnet, es kann jedoch vereinbart werden, daß auch die Dauer der Betriebszugehörigkeit bei der Berechnung berücksichtigt wird. Um einen gewissen Ausgleich zwischen hohen und niedrigeren Einkommen zu schaffen, besteht eine Höchstgrenze der maximal je Arbeitnehmer ausschüttbaren Summe: Einerseits, indem das als Berechnungsgrundlage dienende Einkommen je Arbeitnehmer auf das Vierfache der Sozialversicherungsgrenze (diese beträgt 1999 169.080 FF<sup>560</sup>) beschränkt wird. Arbeitnehmer, die ein über dieser Grenze liegendes Einkommen erzielen, erhalten keine höhere Beteiligung. Andererseits, indem die an den einzelnen Arbeitnehmer ausgeschüttete Summe nicht höher als die Hälfte dieser Bemessungsgrenze sein darf.<sup>561</sup>

Sowohl für die Arbeitgeber als auch für die Arbeitnehmer machen die Steuererleichterungen und die Befreiung von Sozialabgaben diese Beteiligung attraktiv. Der an den Arbeitnehmer ausgeschüttete Betrag – im Gegensatz zum *intéressement* erfolgt die Auszahlung nicht über die Lohnabrechnung - ist für eine gesetzlich be-

<sup>558</sup> Vgl. Ministère du travail et des affaires sociales: La participation financière, Paris 1996, S. 25.

<sup>559</sup> Vgl. ebenda, S. 25f.

<sup>560</sup> Vgl. o.V. Le plafond de la Sécurité Sociale porté à 14.090 francs au 1er janvier, in: Les Echos, Nr. 17542 (1998), 12./13. Dezember 1998, S. 4.

<sup>561</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Ingénierie Financière, Paris 1995, S. 119.

stimmte Dauer fest anzulegen. Hierbei gibt es drei Varianten, die sich unterschiedlich auf die Steuer- und Abgabepflicht auswirken<sup>562</sup>.

Den Regelfall stellt eine 5-jährige Festlegungsfrist dar. Die an den Arbeitnehmer ausgeschütteten Beträge sind dann gänzlich von lohnbezogenen Sozialabgaben und Steuern befreit. Wird in dem Abkommen eine Anlagensfrist von nur 3 Jahren vereinbart, entfallen die lohnbezogenen Sozialabgaben ebenfalls, die Steuerbefreiung beträgt aber lediglich 50%. Erfolgt die Anlage der Beträge jedoch in einem Unternehmenssparplan, gilt auch hier eine völlige Steuerbefreiung. Wird in einem zur *participation* verpflichteten Unternehmen kein Abkommen geschlossen, tritt ein „*régime d'autorité*“ in Kraft: In diesem Fall sind die Beträge auf einem Sperrkonto des Unternehmens für die Dauer von 8 Jahren anzulegen und nach einem Zinssatz, der durch das Finanzministerium festgelegt wird, zu verzinsen. Dieser betrug 1998 10%. Diese Einlagen sind ebenfalls von lohnbezogenen Sozialabgaben und Steuern befreit. Auch die Erträge aus den Anlagen sind steuerlich begünstigt, sofern sie reinvestiert und mit einer gleichen Sperrfrist wie die ursprüngliche Anlage festgelegt werden.<sup>563</sup>

Die durch das Unternehmen aufgewendeten Beträge mindern den Gewinn und damit die Einkommens- bzw. Körperschaftsteuer. Ein zusätzlicher Anreiz für das Unternehmen liegt in der Möglichkeit einer Investitionsrückstellung: Leistet das Unternehmen eine über die gesetzliche Mindestanforderung hinausgehende Beteiligung, kann bei einer Festlegungsfrist von 5 Jahren eine steuerfreie Investitionsrückstellung in einer Höhe von 30% des Differenzbetrages vorgenommen werden. Wird eine Festlegungsfrist von 3 Jahren vereinbart, wird dieser Satz halbiert.<sup>564</sup>

Die Anlage der Beträge kann erfolgen in<sup>565</sup>

- Namensaktien des Unternehmens: *Maillard* bezeichnet diese Form als „*le plus proche de l'esprit de l'ordonnance sur la participation*“<sup>566</sup>. Die Aktien stammen entweder von einem Ankauf an der Börse oder einer Umwandlung der *RSP* in Eigenkapital. In diesem Fall verzichten die Aktionäre auf ihr Bezugsrecht.
- Darlehen an die Arbeitgeber: Die an die Arbeitnehmer ausgeschütteten Beträge werden über individuelle Konten einem betrieblichen Investitionsfonds zugeführt und mit einem vereinbarten Satz verzinst, der bei einer Festlegung von 3 Jahren mindestens 5% und bei einer Festlegung von 5 Jahren mindestens 6% betragen muß.
- Anlagen am Kapitalmarkt, insbesondere in Investmentfonds, den sogenannten „*organisme de placement collectif en valeurs mobilières*“ (*OPCVM*). Zu unterscheiden sind hierbei die „*sociétés d'investissement à capital variable*“ (*SICAV*) und die „*Fonds commun de placement*“ (*FCP*): Ein *SICAV* ist ein Investmentfonds, der aus Aktien und/oder Obligationen besteht. Ein *FCP* ist ebenfalls ein Investment-

---

<sup>562</sup> Vgl. *Maillard*, Paul, a.a.O., S. 153ff.

<sup>563</sup> Vgl. ebenda, S. 157f.

<sup>564</sup> Vgl. *Schutz*, Pia, a.a.O., S. 66ff.

<sup>565</sup> Vgl. im folgenden *Maillard*, Paul, a.a.O., S. 169ff.

<sup>566</sup> Ebenda, S. 171.

fonds, seine Mittel werden jedoch neben der Anlage in Aktien auch auf dem Tagesgeldmarkt angelegt.

- Anteilen an betrieblichen Investmentfonds zum Zweck der Vermögensbildung, den „*Fonds commun de placement d'entreprise*“ (*FCPE*). Sie werden ausschließlich für die Arbeitnehmer eines Unternehmens oder mehrerer Unternehmen gemeinsam aufgelegt. Ein *FCPE* hat im Gegensatz zu den *OPCVM* keine eigene Rechtspersönlichkeit, sondern wird in der Regel durch eine Bank verwaltet und durch einen Kontrollrat – bestehend aus Arbeitnehmer- und Unternehmensvertretern – überwacht. Die Verwaltung des *FCPE* kann aber auch von dem Unternehmen selbst übernommen werden.<sup>567</sup> Den Fonds können entweder nur Wertpapiere des arbeitgebenden Unternehmens oder auch Wertpapiere und Obligationen anderer Betriebe und Anteile an *OPCVM* zugrunde liegen.<sup>568</sup>
- einem Unternehmenssparplan (siehe folgendes Kapitel 3.3.3.1.3.). Es handelt sich hierbei um eine innerbetrieblich organisierte Form der Vermögensbildung, die ebenfalls eine Beteiligung an Wertpapieren vorsieht.

### 3.3.3.1.3. Unternehmenssparplan

Rahmenbedingungen und Anwendungsbereich:

Ein Unternehmenssparplan (*plan d'épargne d'entreprise* – *PEE*) ist nach *Couret* ein kollektives Sparsystem, das den Arbeitnehmern ermöglicht, sich mit Hilfe des arbeitgebenden Unternehmens an einem Bestand von Wertpapieren zu beteiligen.<sup>569</sup> Sie wurden 1967 erstmalig eingeführt und sind heute durch eine Verordnung aus dem Jahr 1986 geregelt.<sup>570</sup> Im Gegensatz zum *intéressement* und der *participation*, deren Zielsetzung darin besteht, den Arbeitnehmern ein zusätzliches Einkommen zu gewähren, zielen die Regelungen zum Unternehmenssparplan insbesondere auf die Gestaltung vorteilhafter Anlagemöglichkeiten für die Arbeitnehmer – unabhängig davon, aus welchen Quellen die anzulegenden Beträge stammen.

Die Anwendung der Unternehmenssparpläne ist nur gering reglementiert. Sie werden entweder auf alleinige Initiative des Betriebes oder auf der Grundlage einer Vereinbarung mit den Arbeitnehmern eingeführt.<sup>571</sup> Betriebliche Sparpläne können auch von mehreren Betrieben gemeinsam eingerichtet werden.<sup>572</sup> Es gibt keine gesetzlichen Verpflichtungen, die den Unternehmen z.B. ab einer bestimmten Größe

<sup>567</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: *Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les salariés*, a.a.O., S. 28.

<sup>568</sup> Vgl. Donnadieu, Gérard: *Du salaire à la retribution*, Paris 1991, S.176.

<sup>569</sup> „*Un plan d'épargne est un système d'épargne collectif réservant aux salariés d'une entreprise la faculté de participer, avec l'aide de celle-ci, à la constitution d'une portefeuille de valeurs mobilières.*“ *Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard*, a.a.O., S. 24.

<sup>570</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 83.

<sup>571</sup> Vgl. o.V.: *Participation et Intéressement*. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, in: *Semaine Social Lamy*, Nr. 746, 29.5.1995, S. 13.

<sup>572</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 84f.

diese Art der Vermögensbildung auferlegen oder sie zur Einhaltung einer bestimmten Form der Durchführung verpflichten.

Die Einführung des Sparplanes erfolgt zwar freiwillig, ein einmal eingeführter Sparplan muß jedoch allen Mitarbeitern des Unternehmens offenstehen (Einschränkungen sind lediglich hinsichtlich einer geforderten Mindestbetriebszugehörigkeit möglich, die jedoch bei maximal 6 Monaten liegen darf<sup>573</sup>). Gibt es verschiedene Unternehmenssparpläne in einem Unternehmen, muß der Arbeitnehmer aus allen vorgegebenen Alternativen auswählen dürfen, es dürfen also nicht verschiedene Sparpläne für die unterschiedlichen Arbeitnehmerkategorien angeboten werden.<sup>574</sup> Auch bereits aus dem Unternehmen ausgeschiedene Arbeitnehmer können, sofern sie Rentner oder Frührentner sind, weiterhin Zahlungen zugunsten des Sparplanes leisten.<sup>575</sup>

Durchführung:

Die Unternehmenssparpläne werden durch Einlagen der Arbeitnehmer und Arbeitgeber finanziert und durch eine staatliche Förderung unterstützt. Die Einlagen der Arbeitnehmer stammen entweder aus den bereits genannten Beteiligungsformen oder aus freiwilligen Abzügen vom Arbeitslohn.<sup>576</sup> Darüber hinaus können die Mittel auch aus der Wiederanlage von Einkünften aus dieser Anlage selbst stammen.<sup>577</sup> Die Höhe der freiwilligen Arbeitnehmerleistung ist zwei Beschränkungen unterworfen: Erstens kann innerhalb des Betriebes ein Mindestbetrag vereinbart werden, der aber 1.000 FF pro Jahr nicht übersteigen darf.<sup>578</sup> Zweitens sieht eine gesetzliche Regelung vor, daß die jährlichen freiwillig geleisteten Einzahlungen des Arbeitnehmers ein Viertel seiner Jahresbruttobezüge nicht übersteigen dürfen.<sup>579</sup> Ziel dieser Einschränkung ist, die mit dem Sparplan verbundenen Vergünstigungen nicht vor allem jenen Arbeitnehmern zukommen zu lassen, die bereits über ein relativ hohes Einkommen verfügen.<sup>580</sup>

Für die Funktionsfähigkeit der Sparpläne ist eine Beteiligung des arbeitgebenden Unternehmens unerlässlich - einerseits wegen der oftmals unternehmensseitig übernommenen Kosten der Verwaltung<sup>581</sup>, andererseits vor allem aber wegen der vorgenommenen Einzahlungen. Im Gegensatz zu den Leistungen aus der *participation* haben die Beiträge des Unternehmens zugunsten der Sparpläne nicht lediglich den

---

<sup>573</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 25.

<sup>574</sup> Vgl. o.V.: Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S. 13.

<sup>575</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 85.

<sup>576</sup> Vgl. ebenda, S. 86f.

<sup>577</sup> Vgl. o.V.: Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S. 14.

<sup>578</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 28.

<sup>579</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 87.

<sup>580</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 28.

<sup>581</sup> Vgl. o.V.: Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S.13.

Charakter, der Erfüllung einer gesetzlichen Verpflichtung nachzukommen, sondern auch den, die Arbeitnehmer-Vermögensbildung zu unterstützen.<sup>582</sup>

Die Höhe des Arbeitgeberanteils kann zwischen den begünstigten Arbeitnehmern variieren und beispielsweise von den Verdiensten des Mitarbeiters abhängen.<sup>583</sup> Das Unternehmen kann jedoch nur dann Einzahlungen zugunsten des Sparplanes leisten, wenn der Arbeitnehmer selbst entweder freiwillige Zahlungen erbringt oder Anteile des *intéressement* im Sparplan anlegt. Leistet der Arbeitnehmer lediglich Zahlungen, deren Mittel aus der *participation* stammen, kann der Arbeitgeber keine zusätzlichen Einzahlungen vornehmen.<sup>584</sup> Die Zulage des Unternehmens darf das Dreifache der Beiträge des jeweiligen Arbeitnehmers nicht übersteigen und ist auf höchstens 15.000 FF jährlich beschränkt.<sup>585</sup>

Allerdings begünstigt das Gesetz jene Unternehmenssparpläne, die dem Erwerb eigener Anteile dienen: Werden die Mittel mindestens zur Hälfte für den Kauf von Aktien oder Investmentzertifikaten des Unternehmens verwendet, kann der Unternehmensanteil um bis zu 50% erhöht werden.<sup>586</sup> Auch kann das Unternehmen den Umfang seiner Unterstützung davon abhängig machen, in welchem Maße durch den Sparplan Titel des eigenen Unternehmens erworben werden.<sup>587</sup>

Die zugunsten des Arbeitnehmers eingezahlten Beträge werden auf individuellen Konten gutgeschrieben, die entweder durch ein externes Unternehmen – in der Regel Anlagegesellschaften französischer Großbanken<sup>588</sup> – oder den Betrieb selbst verwaltet werden. Innerhalb von 2 Wochen müssen die Beträge mit einer Festlegungsfrist von 3 oder 5 Jahren angelegt werden.<sup>589</sup> Lediglich aus familiären Gründen (Heirat, Scheidung, Geburt eines dritten Kindes, Invalidity, Tod<sup>590</sup>) oder beruflichen Veränderungen (z.B. Auflösung des Arbeitsvertrages, Gründung eines eigenen Unternehmens<sup>591</sup>) ist es möglich, die Beträge vorzeitig auszuzahlen. Zur Vereinfachung kann jedoch vorgesehen werden, daß für alle innerhalb eines Jahres zu unterschiedlichen Zeitpunkten erfolgten Zukäufe diese Festlegungsfrist ab einem gemeinsamen Zeitpunkt, z.B. in der Mitte des Jahres ab 30. Juni, berechnet wird. Eine Verkürzung der Frist ist auch dann möglich, wenn die im Sparplan angelegten Beträge teilweise aus der *participation* stammen; in diesen Fällen ist eine Verfügung bereits ab Beginn des 4. Monats nach Ablauf der Festlegungsfrist möglich.

---

<sup>582</sup> Vgl. ebenda, S. 14.

<sup>583</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 87f.

<sup>584</sup> Vgl. ebenda, S. 87.

<sup>585</sup> Vgl. o.V.: Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S. 14.

<sup>586</sup> Vgl. Ministère du travail et des affaires sociales, a.a.O., S. 42.

<sup>587</sup> Vgl. o.V.: Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S. 14.

<sup>588</sup> Vgl. o.V.: Epargne salariale. D'un placement monétaire à une logique de risque, in: Les Echos, Nr. 17764 (1998), 30./31. Oktober 1998, S. 48.

<sup>589</sup> Vgl. o.V.: Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S. 14.

<sup>590</sup> Vgl. ebenda, S. 11.

<sup>591</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 26f.



Während der Laufzeit kann grundsätzlich zwischen verschiedenen Anlageformen gewechselt werden, dies gilt jedoch nicht, wenn die Einzahlungen der Arbeitnehmer durch eine "erhöhte" Zuzahlung der Arbeitgeber unterstützt wurde.<sup>592</sup>

Für den Unternehmenssparplan sind insbesondere folgende Anlagemöglichkeiten vorgesehen:

- Erwerb von Anteilen eines *FCPE*. Wird ein *FCPE* gegründet, um einen Sparplan einzurichten, kann das Unternehmen selbst den Fonds verwalten.<sup>593</sup>
- Erwerb von Aktien des arbeitgebenden Unternehmens, fallweise im Zuge einer Kapitalerhöhung.<sup>594</sup> Letztere kann genau in der Höhe erfolgen, die der Anzahl der durch die Arbeitnehmer gezeichneten Aktien entspricht. Im Falle von börslich notierten Aktien orientiert sich der Preis der neuen Aktien an dem Wert, der sich durch Mittelung der Aktienkurse der letzten 20 Börsentage vor der Kapitalerhöhung errechnet. Der letztlich gültige Preis der Aktie kann bis zu 10% unter diesem Durchschnittswert liegen.<sup>595</sup> Im Falle von börslich nicht notierten Anteilen wird der Preis der Aktien entweder auf der Basis der Netto-Aktiva errechnet oder - sollte diese Vorgehensweise nicht möglich sein - durch einen von der Unternehmensleitung beauftragten gerichtlichen Sachverständigen bestimmt.<sup>596</sup> Wird der Wert eines Anteils auf der Grundlage der Aktiva errechnet, ergeben sich oftmals sehr niedrige Preise - wodurch die Arbeitnehmer ermuntert werden, durch den Unternehmenssparplan Aktionär des Betriebes zu werden.<sup>597</sup> Liegt der Preis der Aktie über dem Wert der jährlichen Einzahlungen, können Restbeträge innerhalb von drei Jahren getilgt werden, wobei während dieser Zeit in keinem Fall eine Verfügungsmöglichkeit besteht.<sup>598</sup>
- Schuldverschreibungen des Unternehmens.
- Erwerb von Anteilen einer *SICAV*.

Von diesen Möglichkeiten muß ein Unternehmen, das einen Unternehmenssparplan durchführt, jedoch mindestens eine Anlage in einem *SICAV* oder in einem *FCPE* anbieten.<sup>599</sup>

Die im Rahmen eines Sparplanes angesammelten Beträge werden entweder für jeden Arbeitnehmer individuell oder kollektiv für alle gemeinsam verwaltet. Die Form der individuellen Verwaltung wird zumeist dann gewählt, wenn für das Unternehmen

---

<sup>592</sup> Vgl. o.V.: Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S. 14f.

<sup>593</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 90f.

<sup>594</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 26.

<sup>595</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les salariés, a.a.O., S. 29.

<sup>596</sup> Vgl. ebenda, S. 29.

<sup>597</sup> Vgl. ebenda.

<sup>598</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 90.

<sup>599</sup> Vgl. o.V.: Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S. 15.

der Erwerb ausschließlich eigener Anteile durch den Arbeitnehmer erwünscht ist. Die kollektive Verwaltung im Rahmen eines *FCPE* wird hingegen bevorzugt, um die im Falle von Unstimmigkeiten zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern einhergehenden Probleme einer individuellen Verwaltung zu umgehen.<sup>600</sup> Der Betrieb oder das mit der Verwaltung des Sparplanes beauftragte Unternehmen muß dem Arbeitnehmer mindestens einmal pro Jahr einen Kontoauszug und einen Kurzbericht über die in Zusammenhang mit dem Unternehmenssparplan erfolgten Geschäftsvorgänge zukommen lassen.<sup>601</sup>

#### Staatliche Förderung:

Die Förderung durch den Staat beschränkt sich auf steuerliche Begünstigungen für Arbeitnehmer und Arbeitgeber, wobei die den Arbeitgebern zugestandenen Vergünstigungen jene der Arbeitnehmer übersteigen:

Die Einzahlungen des Arbeitnehmers mindern grundsätzlich nicht dessen Steuer- und Abgabepflicht – es sei denn, die Beträge stammen aus der steuer- und abgabenrechtlich begünstigten *participation* oder dem *intéressement*.<sup>602</sup> Allerdings sind die Beiträge, die der Arbeitnehmer von seinem Arbeitgeber für den Unternehmenssparplan erhält, bis zu einer Höhe von maximal 22.500 FF jährlich von Steuern und Sozialabgaben befreit. Wird der Anlagebetrag nach Ablauf der Festlegungsfrist ausbezahlt, entfallen ebenfalls sämtliche Steuern und Abgaben. Die aus der Anlage stammenden Erträge sind nur dann nicht zu versteuern, wenn sie erneut in einem Unternehmenssparplan angelegt werden. Für das Unternehmen mindern die zugunsten des Arbeitnehmers entrichteten Beiträge den Gewinn und reduzieren somit die zu zahlende Einkommens- bzw. Körperschaftsteuer. Ebenso entfällt das Abführen von Lohnsteuer und lohnbezogenen Sozialabgaben. Dies gilt jedoch nur im Rahmen der genannten Obergrenzen, darüber hinausgehende Leistungen des Arbeitgebers werden wie ein Lohnbestandteil betrachtet und sind somit voll steuer- und abgabenpflichtig.<sup>603</sup> Darüber hinaus wird der Arbeitgeber für diese Beträge von allen übrigen Steuern und Abgaben (z.B. Ausbildungssteuer, Abgabe für die berufliche Weiterbildung, Beteiligung am Wiederaufbau) befreit, die die gleiche Bemessungsgrundlage haben wie die Steuern auf Löhne und Gehälter.<sup>604</sup>

Zusammenfassend ist das gesamte Beziehungsgeflecht zwischen den genannten Beteiligungsformen (*participation*, *intéressement* und Unternehmenssparplan) und der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Anhang (Anhang IV) dargestellt.

---

<sup>600</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: *Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les salariés*, a.a.O., S. 28f.

<sup>601</sup> Vgl. o.V.: *Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995*, a.a.O., S. 15.

<sup>602</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 27.

<sup>603</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 210.

<sup>604</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 28.

### 3.3.3.2. Maßnahmen mit direktem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung

#### 3.3.3.2.1. Belegschaftsaktien-Plan

Rahmenbedingungen und Anwendungsbereich:

1973 wurde eine staatlich geförderte Beteiligung der Arbeitnehmer am Aktienkapital des arbeitgebenden Unternehmens nach *Couret* mit dem Ziel eingeführt, Arbeitnehmer und Arbeitgeber einander anzunähern, damit beide vom Erfolg ihrer gemeinsamen Anstrengungen profitieren<sup>605</sup>. Das Gesetz über den „*plan d'actionnariat*“ betraf ursprünglich nur die an der Börse notierten Unternehmen, erst seit 1985 wird es auch auf Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien angewendet, die lediglich auf dem Sekundärmarkt notiert werden bzw. überhaupt nicht börslich notiert sind.<sup>606</sup> Diese Form der Aktienbeteiligung kann nur in solchen Unternehmen erfolgen, die in den vergangenen drei Geschäftsjahren mindestens zweimal eine Dividende ausgeschüttet haben. Sie muß allen Arbeitnehmern angeboten werden, allerdings entscheidet die Hauptversammlung über die erforderliche Mindestbetriebszugehörigkeit. Sie darf nicht unter sechs Monaten und nicht über drei Jahren liegen.<sup>607</sup> Man will damit die Aktien längerfristig an die Arbeitnehmer binden, bei kurzfristig oder nur saisonal beschäftigten Arbeitnehmern hingegen wird befürchtet, daß diese die erworbenen Aktien schon nach kurzer Zeit wieder veräußern.<sup>608</sup> Darüber hinaus ist eine fünfjährige Festlegungsfrist der Aktien vorgeschrieben, von der nur in Ausnahmefällen (Heirat, Entlassung, Verrentung, Invalidität, Tod oder im Falle der Gründung eines eigenen Unternehmens) abgewichen werden kann.<sup>609</sup>

Durchführung:

Der Erwerb von Belegschaftsaktien kann entweder durch eine Kapitalerhöhung erfolgen, deren Aktien ausschließlich den Arbeitnehmern zur Zeichnung zur Verfügung stehen oder durch den Erwerb von Aktien an der Börse.<sup>610</sup> Es sind auch beide Varianten gleichzeitig möglich.<sup>611</sup>

Im Falle einer Kapitalerhöhung erfolgt der Beschluß auf einer außerordentlichen Hauptversammlung, woraus sich für nicht-französische Unternehmen eine Einschränkung ergibt: Da dieser Beschluß nur in Frankreich gefaßt werden kann, ist diese Form der Kapitalbeteiligung praktisch allen ausländischen Aktiengesellschaften in Frankreich unmöglich.<sup>612</sup>

<sup>605</sup> Vgl. ebenda, S. 32.

<sup>606</sup> Vgl. ebenda, S. 33.

<sup>607</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 109f.

<sup>608</sup> Vgl. Dondi, Jean: Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises, Diss. Bordeaux 1992, S. 155f.

<sup>609</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 119.

<sup>610</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés, Paris 1991, S. 30.

<sup>611</sup> Vgl. Dondi, Jean; a.a.O., S. 157.

<sup>612</sup> Vgl. ebenda, S. 154.

Die Formvorschriften und Einschränkungen für eine Kapitalerhöhung im Zuge der Ausgabe von Belegschaftsaktien sind weniger restriktiv als bei sonstigen Kapitalerhöhungen.<sup>613</sup> Die maximale Höhe der Kapitalerhöhung sowie der Zeichnungspreis der Aktien wird von der außerordentlichen Hauptversammlung auf der Grundlage der Berichte des Verwaltungsrates bzw. des Direktoriums und eines gesonderten Berichtes der Wirtschaftsprüfer festgelegt. Aus diesen Berichten muß hervorgehen, welche Ziele mit der Kapitalbeteiligung verbunden werden und wie der Emissionspreis berechnet wurde.<sup>614</sup> Da die Entscheidung der außerordentlichen Hauptversammlung den Bezugsrechtsausschluß der Altaktionäre zur Folge hat, muß der Bericht des Wirtschaftsprüfers insbesondere auch die Beweggründe für diesen Ausschluß darlegen.<sup>615</sup>

Die Kapitalerhöhung darf einschließlich anderer Kapitalerhöhungen in den vergangenen vier Geschäftsjahren 20% des Unternehmenskapitals nicht übersteigen.<sup>616</sup> Der Zeichnungspreis darf weder über dem Durchschnittspreis der Aktie an den vergangenen 20 Börsentagen liegen noch um mehr als 10% dieses Durchschnitts reduziert werden.<sup>617</sup>

Innerhalb eines Monats nach der Entscheidung über die Kapitalerhöhung muß der Verwaltungsrat bzw. das Direktorium die *COB* und das *Comité d'entreprise*<sup>618</sup> bzw. die Personaldelegierten über die geplanten Durchführungsmodalitäten unterrichten. Die *COB* überprüft diese Unterlagen, die dann den betroffenen Arbeitnehmern und -sofern in dem Unternehmen vorhanden - dem Verwalter des *FCPE* einen Monat vor Beginn der Zeichnung zugeleitet werden müssen.<sup>619</sup> Die Zeichnung kann entweder durch die Arbeitnehmer selbst oder durch einen eigens für die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eingerichteten *FCPE* erfolgen.<sup>620</sup>

Nachdem die Entscheidung über die Kapitalerhöhung getroffen ist, muß innerhalb der nächsten beiden Monate mit der Zeichnung begonnen werden.<sup>621</sup> Der Zeichnungszeitraum wird von der Hauptversammlung festgelegt und beträgt zwischen 30 Tagen und 3 Monaten.<sup>622</sup> Der Zeichnungsvorgang selbst wird von einem Wirtschaftsprüfer kontrolliert. Einen Monat nach Ablauf der Zeichnungsfrist bekommt jeder Arbeitnehmer neben einem Bericht über die Zeichnung eine Mitteilung über die Anzahl der gezeichneten Aktien sowie eine auf seinen Namen ausgestellte Bescheinigung, aus der der Zeitpunkt der Übertragbarkeit der gezeichneten Aktien

---

<sup>613</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 111.

<sup>614</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 158.

<sup>615</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 111.

<sup>616</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 158.

<sup>617</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 110.

<sup>618</sup> "*Comité d'entreprise*" wird in dieser Arbeit in seiner französischen Bezeichnung aufgeführt, um die in einschlägigen Übersetzungswerken benutzte - allerdings nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit unpassende - Übersetzung "Betriebsrat" zu vermeiden.

<sup>619</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 159.

<sup>620</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 36.

<sup>621</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 159.

<sup>622</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 111.

hervorgeht. Der Verwaltungsrat oder das Direktorium setzt eine Frist fest, bis zu der die Aktien vollständig bezahlt werden müssen.<sup>623</sup>

Übersteigt die Zeichnungsnachfrage die Höhe der Kapitalerhöhung, wird zuerst bei jenen Zeichnungen, die die höchste Anzahl an Aktien nachgefragt haben, eine Kürzung vorgenommen. Sind zwei oder mehrere Aktiennachfragen gleich hoch, erfolgen die niedrigsten Abschläge bei jenen Arbeitnehmern mit den niedrigsten Gehältern.

Die Aktiennachfragen durch die *FCPE* werden nach den gleichen Regeln befriedigt. Ist die Summe der gezeichneten Aktien insgesamt niedriger als die Kapitalerhöhung, erfolgt diese lediglich in Höhe der tatsächlichen Zeichnungssumme.<sup>624</sup> Spätestens einen Monat nach der Zuteilung der Aktien muß das emittierende Unternehmen die Niederlassung oder Filiale, bei der der Arbeitnehmer beschäftigt ist, anhand einer Kopie der Zeichnungsdokumente über die Beteiligung informieren.<sup>625</sup> Für nicht an der Börse notierte Unternehmen sind keine genauen Methoden der Aktienzuteilung vorgeschrieben.<sup>626</sup>

Die Einführung von Belegschaftsaktien im Zuge eines Zukaufs von Aktien über die Börse muß von einer ordentlichen Hauptversammlung beschlossen werden.<sup>627</sup> Im Vergleich zur Kapitalerhöhung sind die Bedingungen in diesem Fall weniger restriktiv: Zwar müssen auch hier die Unternehmen in den vergangenen drei Geschäftsjahren mindestens zweimal eine Dividende ausgeschüttet haben. Dieses Verfahren steht jedoch allen Aktiengesellschaften offen, die einen Plan zur Zeichnung der Aktien vorgelegt haben - also neben den in Frankreich ansässigen Unternehmen auch jenen, die ihren Unternehmenssitz in einem anderen Mitgliedsland der Europäischen Union haben.<sup>628</sup>

Spätestens einen Monat nach der Entscheidung der Hauptversammlung informiert das Unternehmen die *COB* bzw. das *Comité d'entreprise* oder die Personaldelegierten über das Vorhaben, die Durchführungsmodalitäten und die den Arbeitnehmern gewährten finanziellen Rahmenbedingungen. Ebenfalls spätestens zwei Monate nach dem Beschluß sind den Arbeitnehmern bzw. der Verwaltung des *FCPE* die zuvor von der *COB* genehmigten Informationsmaterialien sowie Kontoeröffnungsanträge zuzuleiten. Dies gilt auch dann, wenn der Erwerb der Aktien über einen *FCPE* durchgeführt wird. Die Abwicklung des Aktienerwerbs an der Börse erfolgt also in jedem Fall über ein Aktionärskonto des Arbeitnehmers, entweder durch den Arbeitnehmer selbst oder mittels Zwischenschaltung eines *FCPE* des Unternehmens.<sup>629</sup>

---

<sup>623</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 159f.

<sup>624</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 113.

<sup>625</sup> Vgl. ebenda.

<sup>626</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 160.

<sup>627</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: *Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés*, a.a.O., S. 31.

<sup>628</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 154f.

<sup>629</sup> Vgl. ebenda, S. 161f.

Unabhängig davon, ob die Beteiligung der Arbeitnehmer über eine Kapitalerhöhung oder über einen Erwerb von Aktien an der Börse durchgeführt wird, kann jeder Arbeitnehmer auf diesen Wegen jährlich Aktien bis zu einem Höchstwert von 50% der Bemessungsgrenze der Sozialversicherung erwerben.<sup>630</sup> Die Guthaben auf den Konten zur Abwicklung des Aktienerwerbs stammen zumeist entweder von regelmäßigen Abzügen vom Lohn des Arbeitnehmers oder von freiwilligen Einzahlungen. Darüber hinaus sind Zuschüsse des Arbeitgebers möglich, die jedoch den Eigenbeitrag des Arbeitnehmers nicht übersteigen dürfen.<sup>631</sup>

Die Kontrolle der Kontenverwaltung erfolgt durch einen Wirtschaftsprüfer.<sup>632</sup> Die Beträge auf den Konten können nur für den Aktienwerb verwendet werden. Das kontoführende Institut erwirbt Aktien des Unternehmens im Namen und Auftrag des Arbeitnehmers, sobald der Kontostand dies ermöglicht.<sup>633</sup> Der Kauf muß innerhalb eines Monats nach Erreichen der notwendigen Kontodeckung erfolgen.<sup>634</sup>

Ist das Angebot der zum Kauf stehenden Aktien zu gering, kann es durch massive Kaufgesuche des kontoführenden Instituts zu einem außergewöhnlichen Kursanstieg der Werte kommen.<sup>635</sup> Die Arbeitnehmer können es deshalb ermächtigen, alle Konten gemeinsam zu verwalten um so die Zukäufe zu staffeln. In diesem Fall müssen die Aktien innerhalb eines Monats erworben und zu dem durchschnittlichen Kaufpreis auf die Arbeitnehmer verteilt werden.<sup>636</sup> Anteile können jedoch schon dann gekauft werden, wenn das Konto noch kein ausreichendes Guthaben aufweist. In diesem Fall wird dem Arbeitnehmer eine Frist von maximal drei Jahren zur Bezahlung des Aktienwertes eingeräumt.<sup>637</sup>

#### Staatliche Förderung:

Die staatliche Förderung der Belegschaftsaktien blieb seit der Gesetzeseinführung unverändert. Dies gilt auch für die in diesem Zusammenhang festgelegten absoluten Beträge, beispielsweise bezüglich der freiwilligen Zuzahlungen der Arbeitnehmer und Arbeitgeber. Damit wurden die ohnehin relativ geringen Anreize dieser Beteiligungsform kontinuierlich reduziert.<sup>638</sup>

Das Unternehmen wird von der einprozentigen Registrierungssteuer für die Kapitalerhöhung befreit.<sup>639</sup> Ein Zuschuß des Arbeitgebers kann jährlich bis zu einer Höhe von 3.000 FF je Arbeitnehmer auf den zu versteuernden Gewinn des Unternehmens

<sup>630</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 31.

<sup>631</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S.162.

<sup>632</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 115.

<sup>633</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 32.

<sup>634</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 162.

<sup>635</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 32.

<sup>636</sup> Vgl. ebenda, S. 32f.

<sup>637</sup> Vgl. Confédération Françaises des Travailleurs Chrétiens (Hrsg.): Intéressement, participation, une voie à suivre, 2ème partie: Participation, Actionnariat, Paris 1988, S. 141.

<sup>638</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 161.

<sup>639</sup> Vgl. ebenda, S. 166.

angerechnet werden und ist von Sozialabgaben befreit.<sup>640</sup> Darüber hinaus wird das Unternehmen zur Vereinfachung von Publizitätspflichten ermächtigt.<sup>641</sup> Die durch den Arbeitnehmer aufgewendeten Beträge zum Erwerb der Aktien reduzieren bis zu einer Höhe von 3.000 FF jährlich das zu versteuernde Einkommen, jedoch nur dann, wenn die Wertpapiere nicht vor Ablauf von fünf Jahren verkauft werden. Sofern es sich um Namensaktien handelt und der Erwerb der Aktien im Rahmen eines Belegschaftsaktien-Plans nachvollziehbar ist, ist der durch den Verkauf der Aktien erzielte Mehrerlös nicht zu versteuern.<sup>642</sup> Die freiwillige Zusatzleistung des Unternehmens bis zu einer Höhe von 3.000 FF wird nicht als Lohnleistung betrachtet und ist folglich auch nicht zu versteuern.<sup>643</sup> Gleiches gilt für den Preisnachlaß in Höhe von 10%, den das Unternehmen den Arbeitnehmern im Falle einer Kapitalerhöhung gewähren kann.<sup>644</sup> Hingegen sind die Dividendenzahlungen erklärungs pflichtig, auch wenn sie reinvestiert werden.<sup>645</sup>

### 3.3.3.2.2. Aktienoptionsplan

Rahmenbedingungen und Anwendungsbereich:

Der Grundgedanke eines Aktienoptionsplanes liegt darin, den Arbeitnehmern zu einem vergünstigten Preis Optionsrechte auf die Zeichnung oder den Erwerb von Aktien des arbeitgebenden Unternehmens anzubieten. Nach Ablauf einer vorgegebenen Frist können die Arbeitnehmer die Aktien zu dem vereinbarten Preis erwerben, indem sie ihr Optionsrecht ausüben. Der Besitz einer Aktienoption ist also nicht mit einer sofortigen Beteiligung am Eigenkapital des Unternehmens verbunden, sondern lediglich mit dem Recht, zu einem späteren Zeitpunkt Aktien des Unternehmens erwerben zu können. Und auch dann kann nur von einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im eigentlichen Sinne gesprochen werden, wenn die Anteile für einen längeren Zeitraum gehalten und nicht sofort nach Ausübung der Option mit dem Ziel einer Gewinnrealisierung verkauft werden.

Bereits 1970 wurde ein Gesetz zur Regelung von „*options de souscriptions ou d'achat d'actions*“ erlassen, dessen Inhalt allerdings durch zahlreiche weitere Gesetze und Verordnungen modifiziert wurde.<sup>646</sup> Einen Aktienoptionsplan durchzuführen, ist allen Betrieben mit der Unternehmensform "*société par action*" möglich - also den Aktiengesellschaften und den Kommanditgesellschaften auf Aktien<sup>647</sup>,

---

<sup>640</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 31.

<sup>641</sup> Vgl. Couret, Alain, a.a.O., S. 35

<sup>642</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 31.

<sup>643</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 167.

<sup>644</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 117.

<sup>645</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 167.

<sup>646</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 34.

<sup>647</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 93.

auch jenen, die nicht an der Börse notiert sind.<sup>648</sup> Während sich das Gesetz von 1970 ausschließlich auf Unternehmen bezog, die ihren Sitz auf französischem Territorium hatten, gelten die Regelungen inzwischen sowohl für Niederlassungen französischer Unternehmen im Ausland als auch für ausländische Unternehmen mit ständigen Niederlassungen in Frankreich.<sup>649</sup>

Bei der Einführung des Gesetzes im Jahr 1970 war der Kreis der Begünstigten auf die Lohn- und Gehaltsempfänger ("*personnel salarié*") beschränkt, erst durch ein 1987 erlassenes Gesetz wurde er auf alle Beschäftigten ausgeweitet, also auch auf die Mitglieder des Direktoriums und die Geschäftsführer.<sup>650</sup> Der Aktienoptionsplan kann damit sämtlichen Mitarbeitern, Führungskräften sowie Mandatsträgern des Unternehmens und von mit ihm verbundenen Unternehmen angeboten werden.<sup>651</sup> Ebenso sind Aktienoptionspläne von Gesellschaften mit Sitz im Ausland betroffen, wenn diese entweder Mutter oder Filiale des Unternehmens sind, bei dem der betroffene Personenkreis in Frankreich beschäftigt ist.<sup>652</sup> Das Gesetz sieht also keine Einschränkungen bezüglich bestimmter Arbeitnehmergruppen mehr vor, ausgeschlossen bleiben lediglich Mandatsträger ohne Führungsaufgaben (also Mitglieder des Aufsichtsrates), sofern sie nicht entweder gleichzeitig Arbeitnehmer des Betriebes sind oder gemeinsam mit den Arbeitnehmern an einer Übernahme des Unternehmens beteiligt sind.<sup>653</sup>

Hierin liegt die Besonderheit der Aktienoptionspläne in Frankreich: Während in anderen Ländern dieses Beteiligungsinstrumentarium in der Praxis zunächst nur den Führungskräften eines Unternehmens vorbehalten blieb, waren sie in Frankreich gerade diesem Mitarbeiterkreis anfangs verschlossen. Dennoch impliziert schon der Gesetzestext, daß eine Auswahl der Begünstigten in Betracht gezogen werden kann: Der Aktienoptionsplan kann danach – im Gegensatz zu den Belegschaftsaktien, die grundsätzlich sämtlichen Mitarbeitern mit einer Mindestbetriebszugehörigkeit angeboten werden müssen – allen oder auch nur bestimmten Beschäftigten der Gesellschaft angeboten werden.<sup>654</sup> *Maillard* bezeichnet deshalb den Aktienoptionsplan als „*le seul système qui peut être sélectif*“<sup>655</sup>. Die Freiheit bei der Gestaltung von Aktienoptionsplänen bedeutet jedoch nicht, daß in der Praxis

<sup>648</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 34.

<sup>649</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 79f.

<sup>650</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise pas les salariés, a.a.O., S. 34.

<sup>651</sup> Vgl. Confédération Française des Travailleurs Chrétiens (Hrsg.), a.a.O., S. 153.

<sup>652</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 99.

<sup>652</sup> Vgl. Grauwil, Christophe: Six solutions pour doper vos salaires, in: L'Entreprise, Nr. 107 (1994), September 1994, S. 44.

<sup>652</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 93.

<sup>653</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 34 f.

<sup>654</sup> Im Originalgesetzestext wird die Begünstigtengruppe beschrieben als "*membres du personnel salariés de la société ou de certains d'entre eux*". Vgl. Confédération Française des Travailleurs Chrétiens (Hrsg.), a.a.O., S. 155.

<sup>655</sup> Maillard, Paul, a.a.O., S. 78.



Aktienoptionspläne in Frankreich grundsätzlich allen Mitarbeitern angeboten werden. Erstmals wurde 1991 in Frankreich durch *Du Pont* ein Aktienoptionsplan aufgelegt, an dem sämtliche 136.000 Mitarbeiter in allen in- und ausländischen Niederlassungen des Unternehmens teilnehmen konnten.<sup>656</sup> Dennoch hat die Ausweitung auf alle Beschäftigten in Frankreich eine wesentlich längere Tradition als beispielsweise in Deutschland, wo erstmals 1999 in einem Unternehmen vergleichbarer Größe – der Volkswagen AG – ein Aktienoptionsplan für alle Mitarbeiter aufgelegt wurde.<sup>657</sup>

Es sind zwei Formen von Aktienoptionen zu unterscheiden.<sup>658</sup>

1. Optionen auf die Zeichnung neuer Aktien im Fall einer Kapitalerhöhung der Gesellschaft.
2. Optionen auf den Erwerb eigener Aktien des Unternehmens im Fall des Rückkaufs von bereits emittierten Aktien der Gesellschaft durch das Unternehmen.

Durchführung:

Sowohl im Fall einer Kapitalerhöhung als auch beim Ankauf eigener Aktien wird der Beschluß zur Einführung eines Aktienoptionsplanes auf Initiative der Geschäftsführung von einer außerordentlichen Hauptversammlung gefällt.<sup>659</sup> Sie stützt sich dabei auf zwei Informationsquellen:

Zum einen auf den Bericht des Verwaltungsrates bzw. des Direktoriums, der die Beweggründe für die Einführung der Optionen, die Vorgehensweise zur Berechnung des Preises, die Anzahl der Wertpapiere und eventuell die Namen der Begünstigten benennt. Letzteres ist aber nicht zwingend notwendig.<sup>660</sup> Zum anderen auf einen gesonderten Bericht der Wirtschaftsprüfer, der u.a eine Bewertung der vorgeschlagenen Modalitäten der Preisfestsetzung enthält.<sup>661</sup> Im Falle einer Kapitalerhöhung legen die Teilnehmer der Hauptversammlung eine Frist für die Durchführung des Aktienoptionsplanes von maximal 5 Jahren fest und verzichten auf ihr bevorzugtes Bezugsrecht.<sup>662</sup> Hierfür ist eine Mehrheit von zwei Dritteln des an-

---

<sup>656</sup> Vgl. de la Baume, Renaud: Intéressement: Du Pont de Nemours offrira des stock options à 136.000 employés, in: L'Evenement, o. Jg. (1991), 19. Februar 1991, Seite 24. Lediglich die Mitarbeiter aus dem Unternehmensbereich „Kohlenbergwerke“ waren an dem Aktienoptionsplan nicht beteiligt.

<sup>657</sup> Vgl. Siddiqui, Sikandar: Aktienoptionsmodelle als Instrument der unternehmenswertorientierten Vergütungsgestaltung. Aktuelle Durchführungsformen und neuere Entwicklungen, in: Zeitschrift für Personalforschung, 13. Jg. (1999), Nr. 2, S. 185ff.

<sup>658</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 35.

<sup>659</sup> Vgl. Bonningues, Baudouin: Les stock-options, mode d'emploi, in: Enjeux, Nr. 104, Juni 1995, S. 96.

<sup>660</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 82.

<sup>661</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 34.

<sup>662</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 81f.

wesenden Aktienkapitals erforderlich.<sup>663</sup> Erfolgt der Aktienoptionsplan über den Ankauf eigener Aktien an der Börse, muß keine Frist gesetzt werden. Es wird auch nicht festgelegt, zu welchem Zeitpunkt die Aktien an der Börse zu erwerben sind. Spätestens ein Jahr nach dem Kauf an der Börse muß den Arbeitnehmern aber der Erwerb einer Aktienoption angeboten werden.<sup>664</sup> Die durch sämtliche Aktienoptionspläne eines Unternehmens bedingten und noch nicht ausgeübten Optionsrechte dürfen insgesamt ein Drittel des Kapitals der Gesellschaft nicht übersteigen.<sup>665</sup>

Der Preis für die Aktienoption wird durch den Verwaltungsrat bzw. das Direktorium auf der Grundlage der auf der Hauptversammlung beschlossenen Berechnungsmethoden festgelegt. Er darf während der Laufzeit nicht verändert werden. Lediglich wenn bestimmte Umstände vorliegen, die sich auf das Kapital des Unternehmens auswirken und damit eine Änderung des Preises der Option erfordern (z.B. bei Vorliegen einer Kapitalerhöhung oder eines Kapitalschnitts, Ausgabe von Obligationen des Unternehmens), kann der Verwaltungsrat die Anzahl und den Preis der Aktien neu bestimmen.<sup>666</sup> Sofern die Gesellschaft an der Börse oder am Sekundärmarkt notiert ist, kann im Falle eines Aktienoptionsplanes im Zuge einer Kapitalerhöhung den Begünstigten ein Preisnachlaß in Höhe von 20% des Aktienwertes (dieser wird durch Mittlung der Kurse der letzten 20 Börsentage vor der Zuteilung der Optionen errechnet) gewährt werden.<sup>667</sup> Auch im Fall des Ankaufs eigener Aktien kann ein Nachlaß auf den Wert der Aktie gewährt werden, dieser darf jedoch eine der beiden folgenden Grenzen nicht überschreiten: Er darf höchstens 20% auf den durchschnittlichen Aktienwert der vergangenen 20 Börsentage oder höchstens 20% auf den Preis betragen, den das Unternehmen im Durchschnitt für die Aktien bezahlt hat, die den Arbeitnehmern im Rahmen eines Aktienoptionssparplanes zugeteilt werden sollen.<sup>668</sup> Ein solcher Preisnachlaß wird jedoch nicht gewährt, wenn die Begünstigten Bevollmächtigte oder Mitarbeiter des Unternehmens in Leitungsfunktionen sind.<sup>669</sup>

Ist die Gesellschaft nicht an der Börse notiert, wird der Preis der Aktienoption sowohl im Fall einer Kapitalerhöhung als auch bei Optionen auf bereits vorhandene Aktien frei bestimmt – gesetzliche Regelungen sind hierzu nicht vorhanden. Es wird lediglich verlangt, daß die angewandte Berechnungsmethode endgültigen Charakter hat und daß der ermittelte Wert von Wirtschaftsprüfern kontrolliert und regelmäßig veröffentlicht wird.<sup>670</sup> Es wird jedoch empfohlen, die Berechnung von einem unabhängigen Experten vornehmen zu lassen – sowohl um die Akzeptanz bei den Be-

<sup>663</sup> Vgl. Schwarz, Christian: Aktienoptionspläne: Reformvorhaben in Deutschland – Erfahrungsvorsprung in Frankreich, in: Betriebs-Berater, 53. Jg. (1998), Nr. 10, S. 493.

<sup>664</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 82.

<sup>665</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 37.

<sup>666</sup> Vgl. ebenda, S. 36.

<sup>667</sup> Vgl. ebenda, S. 35.

<sup>668</sup> Vgl. o.V.: Cotisations sociales. Circulaire, in: Semaine Social Lamy, Nr. 762, 9. Oktober 1995, S. 15.

<sup>669</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 35.

<sup>670</sup> Vgl. ebenda, S. 36.

günstigten zu gewährleisten als auch um Auseinandersetzungen mit der Steuerverwaltung zu vermeiden.<sup>671</sup> Die Berechnung des Aktienwertes erfolgt zumeist, indem das Aktivvermögen des Unternehmens durch die Anzahl der Aktien geteilt wird.<sup>672</sup> Auch hier kann ein Preisnachlaß in Höhe von maximal 20% gewährt werden. Die einzige existierende gesetzliche Einschränkung für den Kreis der Begünstigten schreibt lediglich vor, daß ein Optionsangebot an Personen, die bereits 10% der Anteile der Gesellschaft halten, nicht möglich ist.<sup>673</sup> Erfolgt der Aktienoptionsplan innerhalb von zwei Jahren nach der Unternehmensgründung oder dem Aufkauf des Unternehmens durch die Belegschaft, wird diese Beschränkung auf ein Drittel aller Anteile erhöht.<sup>674</sup>

Frühere Regelungen, die am Einkommen des Arbeitnehmers und an der Sozialversicherungsgrenze orientierte Beschränkungen vorsahen, wurden 1987 abgeschafft. Auch die ursprüngliche gesetzliche Regelung, wonach das Optionsrecht frühestens nach fünf Jahren ausgeübt werden konnte, wurde zwischenzeitlich durch ein Beschlußrecht der Hauptversammlung ersetzt.<sup>675</sup> Der *code de bonne conduite* des Arbeitgeberverbandes empfiehlt jedoch eine Frist zwischen 18 Monaten und drei Jahren.<sup>676</sup> Der Verwaltungsrat bzw. das Direktorium kann aber beschließen, daß der Arbeitnehmer – sofern er das Unternehmen vor Ablauf der Frist verläßt – sein Optionsrecht schon vorzeitig ausüben muß oder gar seine Aktien an die Gesellschaft zurückverkaufen muß.

Eine gesetzliche Festlegungsfrist der Aktien nach der Ausübung des Optionsrechts, die ebenfalls ursprünglich fünf Jahre betrug, wurde durch ein Beschlußrecht des Verwaltungsrates bzw. des Direktoriums ersetzt.<sup>677</sup> Die erworbenen Wertpapiere müssen Namensaktien sein, da nur so die Einhaltung von Festlegungs-Sperrfristen überprüft werden kann.<sup>678</sup> Seit 1984 kann der Arbeitnehmer den Erwerb der Aktien auch durch eine Kreditaufnahme bei einer Bank finanzieren.<sup>679</sup>

#### Staatliche Förderung:

Der Arbeitnehmer kann auf dreierlei Wegen durch sein Optionsrecht einen finanziellen Vorteil verbuchen: Einerseits, wenn ihm durch das Unternehmen auf den Optionspreis ein Preisnachlaß („*rabais sur le prix*“) gewährt wird. Andererseits, wenn er durch das Ausüben seines Optionsrechtes eine Aktie erwirbt, deren Wert höher liegt als der Wert der Option. Er realisiert dadurch einen Mehrwert durch den Erwerb der Aktien („*plus value de l'acquisition*“), der in seiner Höhe auch davon abhängt, wie hoch der gewährte Preisnachlaß auf die Option war. Und schließlich kann er einen Kursgewinn verbuchen, sofern zwischen seinem Erwerb der Aktien

---

<sup>671</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 83.

<sup>672</sup> Vgl. Grauwin, Christophe, a.a.O., S. 45.

<sup>673</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 94.

<sup>674</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 81.

<sup>675</sup> Vgl. ebenda, S. 84.

<sup>676</sup> Vgl. ebenda.

<sup>677</sup> Vgl. ebenda, S. 84f.

<sup>678</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 97.

<sup>679</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 52.

(also der Ausübung der Option) und dem Verkauf der Aktien eine Kurssteigerung erfolgt ist. Es handelt sich hierbei um einen Gewinn durch den Verkauf der Aktien ("*plus value de la cession*").

Die drei Formen werden steuerlich unterschiedlich behandelt:<sup>680</sup> Nur ein auf die Aktienoption gewährter Preisnachlaß von mehr als 5% ist seit 1995 zum Zeitpunkt der Ausübung der Option sowohl sozialabgaben- als auch steuerpflichtig. Diese steuerliche Vergünstigung wird jedoch nur dann gewährt, wenn zwischen der Zuteilung des Optionsrechtes und der Ausübung der Option mindestens fünf Jahre liegen. Erzielt der Arbeitnehmer durch die Ausübung seines Optionsrechtes vor dieser Festlegungsfrist einen Gewinn, ist auch dieser voll sozialabgabenpflichtig. Zugleich fällt eine Kapitalertragssteuer in Höhe von 30% an, die jedoch beispielsweise auf den Steuersatz des Arbeitnehmers reduziert werden kann, sofern dieser unter 30% liegt. Wird die Festlegungsfrist von 5 Jahren eingehalten, ist der Gewinn von den Sozialabgaben befreit. Er ist jedoch als zusätzlicher Einkommensbestandteil zu versteuern, wobei der bereits auf den eventuellen Preisnachlaß erfolgte Steuerabzug angerechnet wird. Erzielt der Arbeitnehmer nach der Ausübung seines Optionsrechtes durch den Verkauf der Aktien einen Gewinn, ist dieser nur dann zu versteuern, wenn die Gesamtsumme dieser Einkünfte jährlich 100.000 FF übersteigt. Ein etwaiger Verlust kann mit dem Gewinn verrechnet werden, der bei der Ausübung des Optionsrechtes erzielt wurde.

Im Vergleich zu den Regelungen vor 1995 bedeuten die gesetzgeberischen Maßnahmen eine erhebliche Verminderung der Vergünstigungen: Zuvor war ein Preisnachlaß auf die Aktienoption in Höhe von 10% steuerfrei, und das Gesetz von 1970 sah gar vor, daß sämtliche Gewinne von Sozialabgaben und Steuern befreit waren, sofern die Aktien nach Ausübung des Optionsrechtes mindestens fünf Jahre nicht veräußert wurden.<sup>681</sup> Die aktuelle Gesetzgebung sieht weiterhin vor, daß die Steuerbehörden durch die Unternehmen detailliert über die in einem Aktienoptionsplan festgelegten Optionsfristen, den Umfang der durch die Optionen erworbenen Aktien sowie über den Preis der Option unterrichtet werden.<sup>682</sup> Mit dieser Änderung wollte der Gesetzgeber offensichtlich Zweifel daran beseitigen, ob beispielsweise durch Preisabschläge gewährte Zusatzleistungen durch den Arbeitgeber eindeutig als Nicht-Lohnbestandteil klassifiziert werden können.<sup>683</sup>

Das Unternehmen kann die mit der Aktienoption verbundenen Kosten (beispielsweise Gebühren beim Kauf der Aktien im Fall von Kaufoptionen oder Gebühren der Kapitalerhöhung bei Zeichnungsoptionen) steuerlich geltend machen.<sup>684</sup> Gewährt das Unternehmen den Arbeitnehmern eine Ermäßigung auf den Kauf- oder Zeichnungspreis, wird es von sämtlichen Abgaben und Steuern befreit, die es hätte

<sup>680</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 89f.

<sup>681</sup> Vgl. ebenda, S. 87ff.

<sup>682</sup> Vgl. o.V.: Cotisations sociales. Circulaire, a.a.O., S. 15.

<sup>683</sup> Vgl. ebenda.

<sup>684</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 37.

bezahlen müssen, wenn die Zusatzleistung für den Erwerb der Wertpapiere in Form der Entlohnung für Arbeit ausgezahlt worden wäre. Außerdem wird die Differenz zwischen dem eigentlichen Wert der Papiere und dem durch die Begünstigten bezahlten Preis nach den Rechtsgrundlagen über berufsbedingte Gewinne oder Wertverluste behandelt.<sup>685</sup> Erfolgt der Aktienoptionsplan im Zuge eines Ankaufs eigener Aktien an der Börse, hat dies zur Folge, daß kurzfristige Kapitalverluste (wenn also der Ankaufspreis höher ist als der Verkaufspreis an den Arbeitnehmer) mit Kapitalgewinnen verrechnet werden können und damit das zu versteuernde Einkommen vermindert wird. Liegt der Verkaufspreis über dem Einkaufspreis, muß das Unternehmen den Gewinn versteuern.<sup>686</sup>

Ende 1998 unternahm die sozialistische Regierung unter *Jospin* einen erneuten Reformversuch der gesetzlichen Grundlagen der Aktienoptionspläne, der sowohl zu einer Senkung der Sozialabgaben und der Steuern als auch zu einer Vereinfachung deren Erhebens führen sollte: Demnach sollte für Aktienoptionspläne, die ab 1999 eingeführt werden, die steuerrechtliche Festlegungsfrist nur noch drei Jahre betragen. Auf den durch den Verkauf erzielten Gewinn sollte eine Abgabe in Höhe von lediglich 26% erhoben werden, davon 16% als Steuern und 10% als Sozialabgaben. Würde das Optionsrecht vor dieser Frist ausgeübt, sollte die steuerrechtliche Behandlung des Arbeitnehmers unverändert bleiben. Das Unternehmen hätte in diesem Fall jedoch nicht mehr die gesamten Sozialabgaben entrichten müssen, sondern nur noch in Höhe von 10% auf der Grundlage des Aktienwertes bei Einführung des Aktienoptionsplanes. Hingegen sollte ein Preisabschlag auf den Aktienwert nicht mehr möglich sein. Neben den abgabenrechtlichen Regelungen sah die Reform jedoch auch vor, die Transparenz der Aktienoptionspläne für die Aktionäre zu erhöhen. Auf der Hauptversammlung sollte nicht nur darüber informiert werden, welche leitenden Mitarbeiter in welcher Höhe an den Aktienoptionsplänen beteiligt sind, sondern auch darüber, wie sich deren übrigen Gehaltsbestandteile zusammensetzen.<sup>687</sup> Diese Gesetzesvorhaben scheiterten jedoch bislang, weil sowohl von Gewerkschaften – insbesondere der CGT – als auch von Mitgliedern der Regierung die Reform als ein „cadeau aux patrons“<sup>688</sup> kritisiert wurde. Die Arbeitgeberseite lehnte das erhöhte Transparenzerfordernis mit dem Hinweis ab, daß dies nur dann akzeptabel sei, wenn hohe Staatsbeamte zu einer ähnlichen Offenlegung ihrer Einkünfte gezwungen würden.<sup>689</sup>

---

<sup>685</sup> Vgl. ebenda.

<sup>686</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 86.

<sup>687</sup> Vgl. Mabile, Philippe: Réforme des stock-options: la baisse d'impôt ne concernera pas les détenteurs actuels, in: Les Echos, Nr. 17810 (1999), 7. Januar 1999, S. 2.

<sup>688</sup> Ebenda.

<sup>689</sup> Vgl. Mabile, Philippe: Stock-options: vers des prélèvements allégés et une transparence accrue, in: Les Echos, Nr. 17791 (1998), 9. Dezember 1998, S. 2.

### 3.3.3.2.3. *Gratisaktien*

Couret subsumiert diese Beteiligung unter den „*formes marginales*“<sup>690</sup>, da ihre praktische Bedeutung heute relativ gering ist. Die kostenlose Übertragung von Aktien wurde in Frankreich erstmals 1977 gesetzlich geregelt und 1980 durch ein weiteres Gesetz ergänzt.

Das Gesetz von 1977 regelt die Überlassung von Aktien im Erbfall und stellt damit eher ein Instrument der Nachfolgeregelung dar. Danach konnten jedem – auch ehemaligen – Arbeitnehmer Anteile in einer Höhe von bis zu 10.000 FF überlassen werden, ohne daß hierfür eine Erbschaftsteuer zu entrichten war. Die Bemessungsgrenze wurde zwischenzeitlich auf 100.000 FF erhöht. Voraussetzung für die Steuerbefreiung ist eine Zustimmung des Wirtschafts- und Finanzministeriums, die u.a. von den folgenden Bedingungen abhängt: Das Angebot muß sich an alle Beschäftigten des Unternehmens richten und zugleich sicherstellen, daß die Arbeitnehmer nicht deutlich ungleich behandelt werden. Dennoch kann die Höhe der Übertragung differieren, beispielsweise in Abhängigkeit von der ausgeübten Position oder der Betriebszugehörigkeit.<sup>691</sup>

Das Gesetz vom Oktober 1980 hat für die vorliegende Arbeit nur eine eingeschränkte Relevanz, da die Unternehmen einen Beschluß über die bevorzugte Ausgabe von Gratisaktien nur bis Februar 1981 fällen konnten und ihnen somit diese Möglichkeit heute nicht mehr offen steht. Das Gesetz sah vor, daß Unternehmen eine Kapitalerhöhung in Höhe von 3% bzw. bis maximal 5.000 FF je Arbeitnehmer für die Ausgabe von kostenlosen Belegschaftsaktien vornehmen konnten. Die Aktien konnten innerhalb einer von der Hauptversammlung beschlossenen Festlegungsfrist von mindestens drei und maximal fünf Jahren nicht verkauft werden. Der Anreiz für die Unternehmen bestand darin, daß nicht nur die bei einer Kapitalerhöhung üblicherweise zu entrichtenden Gebühren entfielen, sondern der Staat darüber hinaus bis zu 65% der mit der Kapitalerhöhung verbundenen Kosten trug. Für die Arbeitnehmer war der Gegenwert der überlassenen Aktien sowohl steuer- als auch sozialabgabenfrei.<sup>692</sup>

### 3.3.3.2.4. *Beteiligung im Zuge von Privatisierungsmaßnahmen*

Für die Arbeitnehmer von bereits privatisierten Unternehmen kommen die oben geschilderten Formen der Aktienbeteiligung zur Anwendung. Darüber hinaus sieht das Gesetz im Verlaufe des Privatisierungsprozesses zusätzliche Mechanismen vor, die eine Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital der Unternehmen fördern. Insofern kommt der massiven Privatisierung von Staatsunternehmen in Frankreich eine besondere Bedeutung zu: Bei der Mehrzahl der französischen Unternehmen mit einer relativ hohen Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung handelt es sich um privatisierte Staatsunternehmen.

<sup>690</sup> Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 77.

<sup>691</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 242f.

<sup>692</sup> Vgl. ebenda, S. 243ff.

### Rahmenbedingungen:

Die aktuelle Grundlage der Privatisierung von Unternehmen ist ein Gesetz aus dem Jahr 1993. Es führt die bereits 1986 erfolgte Gesetzgebung zur Privatisierung fort – deren Realisierung hatte jedoch nur geringen Erfolg, denn zum einen animierte der Börsencrash im Oktober 1987 nur wenige private Investoren zum Aktienkauf, zum anderen sah 1988 das neu gewählte Parlament davon ab, die Privatisierungsprogramme weiter zu verfolgen. Da aber in den Gesetzen von 1986 beschlossen wurde, die entsprechenden Unternehmen bis 1. März 1991 vollständig zu privatisieren, die Frist jedoch verstrich, ohne daß die Unternehmen vollständig privatisiert waren, ergab sich die Notwendigkeit einer weiteren Gesetzgebung. Aus diesem Sachzwang ging 1993 ein erneutes Privatisierungsgesetz hervor.<sup>693</sup> Es ermächtigte die Regierung, innerhalb eines nun unbegrenzten Zeitraumes 21 namentlich bestimmte Staatsunternehmen (beispielsweise *BNP*, *Air France*, *Elf-Aquitaine* und *Renault*) zu privatisieren. Von diesen 21 Unternehmen waren bereits 12 Bestandteil der Privatisierungsaktion im Jahre 1986 gewesen.<sup>694</sup> Nachdem 1995 einige Privatisierungen - beispielsweise der *BNP* und von *Elf-Aquitaine* – abgeschlossen waren, beschloß die Regierung einen Erlaß zur Beschleunigung der noch ausstehenden Privatisierungen: 1995 sollten die Privatisierungen dem Staat angesichts eines gegenüber dem Vorjahr um 50% angestiegenen Haushaltsdefizites<sup>695</sup> weitere Einnahmen im Umfang von 40 Mrd. FF bescheren.<sup>696</sup> Für die Folgejahre wurden weitere umfangreiche Privatisierungsmaßnahmen geplant (1997 und 1998 im Umfang von insgesamt 90 Milliarden FF<sup>697</sup>) und auch von der sozialistischen Regierung unter *Jospin* durchgeführt. Die Einnahmen waren aber zumeist geringer als erhofft, so bescherte die Privatisierung von *Pechiney* dem französischen Staat anstatt der angestrebten 8 Milliarden FF lediglich 4,7 Mrd. FF. 11% der Aktien blieben gar im Staatsbesitz, weil sich überhaupt keine Käufer fanden.<sup>698</sup> Neben den zusätzlichen Einnahmen lag die Attraktivität der Privatisierungsmaßnahmen für die Regierung aber auch in der damit einhergehenden Rückführung von finanziellen Unterstützungen für die zum Teil defizitären Staatsbetriebe, die sich 1997 immerhin auf 56,6 Milliarden FF belief.<sup>699</sup>

Die Privatisierung der Staatsbetriebe in Frankreich ist jedoch keinesfalls mit einem Rückzug des Staates aus dem wirtschaftlichen Geschehen dieser Unternehmen

---

<sup>693</sup> Vgl. de Foucécour, Louis: La loi de privatisation du 19 juillet 1993, in: La Banque, Nr. 543, Dezember 1993, S. 22

<sup>694</sup> Vgl. o.V.: Loi de privatisation. Actionariat et participation des salariés, in: Liaisons sociales documents, Supplément au numéro 11490, Nr. 72/93 vom 28. Juli 1993, S. 1.

<sup>695</sup> Vgl. o.V.: Le déficit budgétaire s'élevait à 230 milliards de francs à fin juin, in: Les Echos, Nr. 16974 (1995), 4. September 1995, S. 4.

<sup>696</sup> Vgl. Borde, Dominique; Dang-Tran, Marie-Christel: Legal Aspects of the French Privatization Program: Review of the Pechiney Privatization as a Practical Case, in: Journal of International Affairs, 50. Jg. (1997), Nr. 2, S. 519.

<sup>697</sup> Vgl. Mabelle, Philippe: Recapitalisation des entreprises publiques: 90 milliards de francs sur 1997 et 1998, in: Les Echos, Nr. 17535 (1997), 3. Dezember 1997, S. 3.

<sup>698</sup> Vgl. Borde, Dominique; Dang-Tran, Marie-Christel, a.a.O., S. 528f.

<sup>699</sup> Vgl. Mabelle, Philippe: Recapitalisation des entreprises publiques: 90 milliards de francs sur 1997 et 1998, a.a.O., S. 3.

verbunden: ‚*Privatisation à la française*‘ bedeutet in der Realität eine Verbindung von ökonomischen und politisch-sozialen Zielsetzungen. Der Einfluß des Staates auf die privatisierten Betriebe wird durch mehrere Mechanismen garantiert: Einerseits durch - englischen „golden share“ vergleichbaren - Sonderaktien (*action spécifiques*), die dem Staat nach *Celestine/Felsner* eine „eigenartige Mischung gesellschaftsrechtlicher und hoheitlicher Rechte“<sup>700</sup> verschaffen. Wenn ein – jedoch nicht genauer spezifizierbares – „nationales Interesse“ vorliegt, kann eine Aktie des Staates in eine Sonderaktie umgewandelt werden. Diese ist mit dem Recht verbunden, den Anteilserwerb Dritter an eine Genehmigung durch den Wirtschaftsminister zu binden, stimmrechtslose Mitglieder im Verwaltungsrat zu benennen und ein Veto gegen eine nicht im „nationalen Interesse“ liegende Veräußerung von Vermögenswerten der Gesellschaft einzulegen.<sup>701</sup> Eine derartige Sonderaktie behält der französische Staat beispielsweise bei der Privatisierung des Rüstungsunternehmens *Thomson*.<sup>702</sup> Andererseits bleibt eine staatliche Einflußnahme auf das zu privatisierende Unternehmen durch die Bestellung eines neuen *PDG* gewährleistet, der mit der Privatisierung beauftragt wird. In allen bisherigen Privatisierungsfällen hatte dieser *PDG* auch noch nach Abschluß der Privatisierung seinen Posten inne.<sup>703</sup> Eine Aufgabe des *PDG* während des Privatisierungsprozesses liegt darin, ein Netzwerk sogenannter „stabiler Aktionäre“ (*groupes d'actionnaires stables – GAS*) zu knüpfen: Es handelt sich hierbei um eine Gruppe von Anteilseignern, die zwar keine gesetzlich geforderte Bedingung einer Privatisierung darstellen<sup>704</sup>, aber dennoch regelmäßig Gegenstand der staatlichen Verkaufsangebote sind. Die Mitglieder dieser Gruppe von Anteilseignern – in der Praxis französische Großunternehmen, an denen der Staat oftmals selbst direkt oder indirekt beteiligt ist - haben ein bevorzugtes Recht zur Zeichnung der Aktien, dürfen jedoch die Aktien für eine festgelegte Zeit nicht verkaufen. Darüber hinaus besitzen die Mitglieder der *GAS* untereinander ein Vorkaufsrecht.<sup>705</sup> Innerhalb der *GAS* gibt es einen „harten Kern“ (*noyau dur*) von wenigen Anteilseignern, die einen Großteil der Aktien besitzen.

#### Beteiligung der Arbeitnehmer:

Ebenso wie die Unternehmen der stabilen Aktionärsgruppe werden die Arbeitnehmer bei einer Privatisierung bevorzugt behandelt. Sie werden von *Berlin* als „*investisseurs privilégiés*“<sup>706</sup> bezeichnet. Die Vergünstigungen beziehen sich einer-

<sup>700</sup> Vgl. *Celestine, Patrick; Felsner, Marcus: Öffentliche Unternehmen, Privatisierung und service public in Frankreich*, in: *Recht der internationalen Wirtschaft*, 43. Jg. (1997), Nr. 2, S. 109.

<sup>701</sup> Vgl. *Pézar, Alice: L'action spécifique des sociétés privatisées*, in: *Droit et pratique du commerce international*, 19. Jg. (1993), Nr. 4, S. 527.

<sup>702</sup> Vgl. *Borde, Dominique; Dang-Tran, Marie-Christel, a.a.O.*, S. 528.

<sup>703</sup> Vgl. *Morin, François: The Privatization Process and Corporate Governance: The French Case*, in: *Organisation for Economic Co-Operation and Development (Hrsg.): Corporate Governance, State-Owned Enterprises and Privatisation*, Paris 1998, S. 65.

<sup>704</sup> Vgl. *Celestine, Patrick; Felsner, Marcus, a.a.O.*, S. 109.

<sup>705</sup> Vgl. *Morin, François, a.a.O.*, S. 64ff.

<sup>706</sup> *Berlin, Dominique: Le cadre législatif et réglementaire des opérations de privatisation*, in: *droit et pratique du commerce international*, 19. Jg. (1993), Nr. 3, S. 440.



seits auf die für jeden einzelnen Privatisierungsfall durch ministeriellen Erlaß festgelegten Modalitäten der Aktienübertragung und andererseits auf eine verbesserte Vertretung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsorganen der Unternehmen.

Bei den Modalitäten der Aktienübertragung besteht der erste Vorteil darin, daß der Arbeitnehmerschaft, den Arbeitnehmern von durch eine Mehrheitsbeteiligung verbundenen Unternehmen sowie ehemaligen Arbeitnehmern eine eigene Tranche in Höhe von insgesamt 10% des zu privatisierenden Kapitals zum Kauf angeboten werden muß: Voraussetzung ist jedoch, daß die hierdurch begünstigten Arbeitnehmer mindestens 5 Jahre in dem Unternehmen bzw. der Filiale beschäftigt waren.<sup>707</sup> Der Umfang des Aktienerwerbs je Arbeitnehmer ist auf das Fünffache der Bemessungsgrenze für die Sozialversicherung begrenzt.<sup>708</sup> Übersteigt die Anzahl der durch die Arbeitnehmer nachgefragten Aktien die Höhe von 10% des zu privatisierenden Kapitals, wird die Kürzung der Kaufangebote durch einen entsprechenden ministeriellen Erlaß geregelt.<sup>709</sup> Ein zweiter Vorzug für die Arbeitnehmer besteht in einem Preisnachlaß. Dieser kann bis zu 20% gegenüber dem niedrigsten Preis betragen, zu dem den anderen Zeichnern die Aktien zum gleichen Zeitpunkt angeboten werden. Diese Aktien können jedoch nicht vor Ablauf von zwei Jahren nach dem Erwerb sowie vor ihrer vollständigen Bezahlung wieder verkauft werden.<sup>710</sup> Deshalb können die Arbeitnehmer auch auf dieses Angebot verzichten<sup>711</sup> – sie werden es dann ablehnen, wenn ihre Gewinnerwartung innerhalb der Festlegungsfrist höher ist als der gewährte Abschlag. Die Modalität einer ‚vollständigen Bezahlung‘ rührt von der Möglichkeit her, den Preis der Aktien nicht sofort bei deren Erwerb, sondern zu einem späteren Zeitpunkt – maximal nach drei Jahren – zu entrichten. Innerhalb dieses Höchstzeitraumes können auch gestaffelte Zahlungsmodalitäten angeboten werden.<sup>712</sup> Es kann jedoch auch – wie beispielsweise im Fall der Privatisierung von *Rhône-Poulenc* - angeordnet werden, daß der Vorzug einer aufgeschobenen Bezahlung nur jenen Arbeitnehmern gewährt wird, die zugleich den Preisabschlag in Anspruch nehmen und somit eine Festlegungsfrist akzeptieren.<sup>713</sup> Schließlich können den Arbeitnehmern Gratisaktien übereignet werden, jedoch nur dann, wenn sie im Zuge der Privatisierung bereits eine im Einzelfall festzulegende Mindestanzahl an Aktien erworben haben. Darüber hinaus sieht die Steuergesetzgebung vor, daß sämtliche genannten Vergünstigungen von Lohn- und einkommensbezogenen Steuern und Sozialabgaben befreit sind.<sup>714</sup> Für jeden einzelnen Privatisierungsfall können außerdem durch ministeriellen Erlaß Sonderregelungen vereinbart werden: So sahen die Regelungen für *Renault* vor, daß die Arbeitnehmer, sofern sie eine Festlegungsfrist von insgesamt drei Jahren einhalten, zusätzliche Gratisaktien erhalten. Zudem kamen Arbeitnehmer, die bereits an einem

---

<sup>707</sup> Vgl. o.V.: Loi de privatisation. Actionnariat et participation des salariés, a.a.O., S. 1.

<sup>708</sup> Vgl. ebenda, S. 2.

<sup>709</sup> Vgl. Berlin, Dominique, a.a.O., S. 442.

<sup>710</sup> Vgl. o.V.: Loi de privatisation. Actionnariat et participation des salariés, a.a.O., S. 2.

<sup>711</sup> Vgl. Berlin, Dominique, a.a.O., S. 442.

<sup>712</sup> Vgl. o.V.: Loi de privatisation. Actionnariat et participation des salariés, a.a.O., S. 2.

<sup>713</sup> Vgl. Berlin, Dominique, a.a.O., S. 442, Fußnote 246.

<sup>714</sup> Vgl. ebenda, S. 444.

Unternehmenssparplan beteiligt waren, in den Vorzug eines Zuschusses in Höhe von einem Drittel ihrer Aktienanlage und einer völligen Steuerbefreiung auch für Kursgewinne und Dividenden.<sup>715</sup>

Die Vertretung der Arbeitnehmer in den Verwaltungsräten verschlechtert sich zunächst gegenüber der Situation vor der Privatisierung: Für Unternehmen, die mehrheitlich in Staatsbesitz sind, gilt das 1983 erlassene Gesetz zur „*démocratisation du secteur public*“: Es sieht vor, daß ein Drittel der Sitze in den Verwaltungs- oder Aufsichtsräten durch gewählte Vertreter der Arbeitnehmer eingenommen werden, die jedoch nicht bereits Mitglieder anderer Vertretungsorgane (*délégué syndical, délégué du personnel, comité d'entreprise...*) sein dürfen.<sup>716</sup> Diese Regelungen entfallen, sofern der Staat nach einer (Teil-)Privatisierung nicht mehr Mehrheitsaktionär ist. Dennoch ist die Vertretung der Arbeitnehmer in privatisierten Unternehmen im Vergleich zu den bereits genannten und auf Freiwilligkeit basierenden Regelungen für die übrigen Unternehmen stärker ausgeprägt: Eine Vertretung der Arbeitnehmer in den Verwaltungs- oder Aufsichtsräten ist in diesem Fall nicht mehr fakultativ, sondern obligatorisch. Hat das entsprechende Gremium weniger als 15 Mitglieder, müssen die Mitarbeiter durch zwei Vertreter der Arbeitnehmer und einen Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre vertreten sein. Besteht es aus mehr als 15 Mitgliedern, erhöht sich die Anzahl der Arbeitnehmervertreter auf drei. Diese werden von der gesamten Belegschaft gewählt. Über die Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre wird auf deren Vorschlag auf der ersten Hauptversammlung nach der Privatisierung von allen anwesenden Aktionären abgestimmt.<sup>717</sup>

### 3.3.3.2.5. Übernahme eines Unternehmens durch die Belegschaft

Rahmenbedingungen und Anwendungsbereich:

Die Übernahme eines Unternehmens durch dessen Arbeitnehmer - „*reprise de l'entreprise par les salariés*“ (*RES*) - wurde in Frankreich erstmals 1984 durch das Gesetz „*sur le développement de l'initiative économique*“ geregelt. Ziel war es ursprünglich, Rahmenbedingungen für die Nachfolgeregelung in kleineren bis mittleren Unternehmen zu schaffen.<sup>718</sup> Nach mehreren Modifikationen wurde 1992 ein neues Gesetz erlassen, das jedoch nur für solche *RES* gilt, die bis zum Ende des Jahres 1996 durchgeführt wurden. Jede Gesetzesänderung reduzierte die steuerlichen Vergünstigungen für die Unternehmen und deren Arbeitnehmer und damit auch den Anreiz, ein Unternehmen zu übernehmen. Seit 1996 wurde kein weiteres Gesetz für die Übernahme von Unternehmen durch die Belegschaft erlassen, allerdings lassen sich von der allgemeinen Steuergesetzgebung nach wie vor Vergünstigungen ableiten. Die folgende Darstellung der Rechtsgrundlagen be-

<sup>715</sup> Vgl. o.V.: Employee share ownership at Renault and Air France, in: European Industrial Relations Review, Nr. 250 (1994), November 1994, S. 7.

<sup>716</sup> Vgl. Confédération Française de l'Encadrement (Hrsg.): L'économie et l'action syndicale dans l'entreprise, in: Les dossiers de l'avenir, Nr. 40 (1990), September 1990, S. 65ff.

<sup>717</sup> Vgl. o.V.: Law on participation and 'time savings', a.a.O., S. 26.

<sup>718</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés, a.a.O., S. 43.

zieht sich dennoch auf die Regelungen des bis Ende 1996 gültigen Gesetzes, da es die Grundlage für die Mehrzahl der noch im Gange befindlichen Übernahmen darstellt

Das Grundprinzip dieser Form der Aktienbeteiligung besteht darin, daß die Arbeitnehmer mit niedrigen eigenen Einzahlungen, jedoch durch Aufnahme von sehr hohen Krediten den arbeitgebenden Betrieb übernehmen. Unterstützt wird diese Konstruktion durch steuerliche Vergünstigungen. Im Gegensatz zu dem insbesondere in den USA praktizierten „leverage management buy out“, das die Übernahme des Betriebes durch dessen Führungskräfte bezeichnet, hatte der RES ursprünglich zum Ziel, weite Teile der Arbeitnehmerschaft in den Übernahmeprozess einzubeziehen.<sup>719</sup>

Einführung:

Die Umsetzung dieser Beteiligungsform erfolgt in vier Schritten:<sup>720</sup>

1. Gründung einer Holdinggesellschaft, deren einziges Ziel darin besteht, die Aktien des „Zielunternehmens“ aufzukaufen, sie zu halten und zu verwalten. Die übernehmenden Arbeitnehmer müssen - um steuerliche Vergünstigungen zu genießen - mindestens ein Drittel der Stimmrechte plus ein weiteres Stimmrecht dieser Holdinggesellschaft besitzen. In den Statuten der Gesellschaft kann auch festgelegt werden, daß die Arbeitnehmer ein doppeltes Stimmrecht haben, in diesem Fall müssen die Arbeitnehmer mindestens 20% des Kapitals halten. Die übrigen Anteile können von externen Investoren (beispielsweise Banken und Investmentgesellschaften) erworben werden. Darüber hinaus sieht das Gesetz vor, daß in Unternehmen mit bis zu 500 Beschäftigten mindestens 10% der Arbeitnehmer an dem RES teilnehmen müssen, bei größeren Unternehmen 5%, jedoch mindestens fünf Arbeitnehmer.<sup>721</sup>

2. Über eine Kreditfinanzierung sowie eigenes Kapital erwirbt die Holdinggesellschaft das Unternehmen, wofür sie mindestens 50% plus ein weiteres Stimmrecht besitzen muß. Bei dem aufzukaufenden Unternehmen muß es sich um einen Industrie-, Handels-, Landwirtschafts- oder freiberuflichen Betrieb handeln, der den Steuerbestimmungen über Gesellschaften unterworfen ist. Im Verlauf der vergangenen zwei Jahre vor dem Aufkauf müssen mindestens 20 Arbeitnehmer beschäftigt gewesen sein. Nach der Übernahme darf das Unternehmen nur von Arbeitnehmern jener Gruppe geleitet werden, die das Unternehmen aufkaufte. Hierfür müssen die Arbeitnehmer in den Leitungsorganen des aufgekauften Unternehmens die Stimmenmehrheit besitzen und die Funktionen des Geschäftsführers oder des Präsidenten des Verwaltungsrates innehaben. Indem eine Holdinggesellschaft zwischengeschaltet wird, können die Arbeitnehmer also das Unternehmen übernehmen, obwohl sie die Eigenmittel zum direkten Erwerb des Unternehmens nicht

---

<sup>719</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 253.

<sup>720</sup> Vgl. Cozian, Maurice; Viandier, Alain: Droit des Sociétés, 10. Aufl., Paris 1997, S.586f.

<sup>721</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 258.

besitzen.<sup>722</sup> Die Auflistung von Kapitalquellen – Einzahlungen der Arbeitnehmer, aber auch Investitionen externer Kapitalgeber und Kreditaufnahmen durch die Holdinggesellschaft selbst - zeigt, daß ein Unternehmen durch die Belegschaft überwiegend mittels externer Finanzierungsarten übernommen werden kann. Nach *Couret* kann der externe Finanzierungsanteil bei bis zu 95% des Unternehmenswertes liegen, wohingegen er bei "klassischen" Aufkäufen maximal 70% beträgt.<sup>723</sup>

3. Die Holdinggesellschaft zahlt innerhalb eines Zeitraumes von fünf bis zehn Jahren die Kredite, die für die Übernahme aufgenommen wurden, durch Dividendenzahlungen des aufgekauften Betriebes zurück.

4. Wurden die Kredite vollständig getilgt, kann die Holdinggesellschaft mit dem aufgekauften Unternehmen zu einer Gesellschaft fusionieren.

#### Staatliche Förderung:

Das 1992er Gesetz schränkte die steuerlichen Vergünstigungen ein: Während die Holdinggesellschaft vormals in den Genuß einer erheblichen Steuerbefreiung kam, um die mit dem Erwerb des Unternehmens verbundenen Kredite tilgen zu können, gelten seit 1992 lediglich die Regelungen des *droit commun*: Danach kann ein aufkaufendes Unternehmen seine Aufwendungen nur dann mit den Erträgen des aufzukaufenden Unternehmens verrechnen, wenn es mindestens 95% des Kapitals der aufzukaufenden Gesellschaft besitzt.<sup>724</sup>

Die Arbeitnehmer, die an dem *RES* beteiligt sind, haben die Wahl zwischen zwei Formen von Vergünstigungen: Entweder können Zinszahlungen, die mit der Kreditaufnahme verbunden sind, für einen Zeitraum von maximal sechs Jahren und bis zu einer Höhe von 100.000 FF jährlich - jedoch maximal in der Höhe des Jahreseinkommens - von dem zu versteuernden Einkommen abgezogen werden. Die Alternative hierzu besteht darin, daß die Steuerlast des Arbeitnehmers um 25% seiner Einzahlungen (insgesamt jedoch maximal 80.000 FF für Verheiratete und 40.000 FF für Alleinstehende in 4 Jahren) reduziert wird. Die steuerlichen Vergünstigungen werden jedoch nur dann gewährt, wenn der Arbeitnehmer seine Anteile an der Holdinggesellschaft mindestens bis zum Ablauf des fünften Kalenderjahres nach seiner Beteiligung hält.<sup>725</sup>

1996 wurde ein Finanzgesetz beschlossen, durch das sämtliche gesonderten steuerlichen Vergünstigungen - also auch die der Arbeitnehmer - für eine Übernahme von Unternehmen durch ihre Belegschaft beseitigt wurden. Für Maßnahmen, die seit 1997 neu durchgeführt wurden, gelten lediglich jene bereits beschriebenen allgemeinen Regelungen, die sich auf die Anrechenbarkeit der Ausgaben einer Dachgesellschaft auf die Einnahmen einer Tochtergesellschaft be-

---

<sup>722</sup> Vgl. *Couret*, Alain; *Hirigoyen*, Gérard, a.a.O., S. 68.

<sup>723</sup> Vgl. ebenda, S. 69.

<sup>724</sup> Vgl. *Cozian*, Maurice; *Viandier*, Alain: *Droit des Sociétés*, 10. Aufl., a.a.O., S.587.

<sup>725</sup> Vgl. *Maillard*, Paul, a.a.O., S. 258f.

ziehen.<sup>726</sup> Diese Vergünstigungen wurden reduziert, weil in der Praxis die bisher durchgeführten RES-Maßnahmen weniger dem ursprünglichen Ziel dienlich waren, den Kapitalbesitz von Arbeitnehmern zu fördern. Vielmehr zeigte sich, daß die Konstruktion eines RES insbesondere von Führungskräften dazu genutzt wurde, unter Ausnutzung steuerlicher Vergünstigungen und des Einbezugs von „*quelques salariés comme intermédiaires*“<sup>727</sup> Betriebe zu übernehmen, ihren Wert zu erhöhen und dann möglichst schnell wieder zu verkaufen.<sup>728</sup>

### 3.4. Verbreitung

Die absolute Zahl französischer Arbeitnehmer zu bestimmen, die am Kapital ihrer arbeitgebenden Unternehmen beteiligt sind, ist unmöglich, da zuverlässige Daten fehlen: Die Angaben schwanken zwischen 500.000<sup>729</sup> und 700.000<sup>730</sup>. Es fehlen auch schlüssige Informationen darüber, wie hoch der Anteil jener Arbeitnehmer ist, die indirekt – als über eine der beschriebenen Formen von Investmentfonds – beteiligt sind. Herausragende Einzelbeispiele sind die privatisierten Unternehmen *Société Générale* und *Air France*, bei denen der Anteil der Arbeitnehmer am Kapital bei über 9% bzw. 12% liegt.<sup>731</sup> Bei den Unternehmen, die niemals in staatlichem Besitz waren, kommt *Essilor* – dem Weltmarktführer optischer Augengläser – mit ungefähr 18% eine besondere Bedeutung zu. Bei zahlreichen weiteren Großunternehmen liegt der Anteil zwischen 5% und 8%, so beispielsweise bei *Elf Aquitaine*, *Seita*, *Bouygues* und *Castorama*.<sup>732</sup> Mögen diese Anteile auf den ersten Blick noch gering erscheinen, so läßt ein Blick auf die Aktionärsstruktur die Bedeutung des Arbeitnehmer-Kapitalanteils besser einschätzen: Die Aktien der *Société Générale* gehören beispielsweise zu jenen 40 Werten, die in den Pariser Aktienindex CAC 40 einfließen. Gerade die Aktien des CAC 40 werden jedoch bevorzugt von ausländischen Anlegern gekauft – ihr Anteil am Gesamtkapital beträgt bei diesen Unternehmen sogar über 50%.<sup>733</sup> Zieht man zudem in Betracht, daß ungefähr 10% der Aktien der *Société Générale* durch kapitalmäßige Unternehmensverflechtungen gebunden sind<sup>734</sup>, kann man nicht mehr von einer nur geringen Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer dieses Unternehmens sprechen. Ähnliches gilt für *Elf-Aquitaine*: Hier besitzt die Gesamtheit der Arbeitnehmer-Aktionäre zwar nur 5% der Anteile,

<sup>726</sup> Vgl. Cozian, Maurice; Viandier, Alain: *Droit des Sociétés*, 10. Aufl., a.a.O., S.587.

<sup>727</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 264.

<sup>728</sup> Vgl. ebenda.

<sup>729</sup> Vgl. o.V.: *Les paradoxes de l'actionariat salariés*, in: *Les Echos*, Nr. 17862 (1999), 23. März 1999, S. 57.

<sup>730</sup> Vgl. Constanty, Hélène: *Génération salarié-actionnaire*, in: *L'Express*, Nr. 2494 (1999), 22. April 1999, S. 135.

<sup>731</sup> Vgl. ebenda, S. 136.

<sup>732</sup> Vgl. Besse-Boumard, Pascale: *Les actionnaires salariés à la recherche d'une vraie participation*, in: *Les Echos*, Sonderbeilage *Le Planisphère*, 10. Dezember 1998, S.VI und Constanty, Hélène, a.a.O., S. 136.

<sup>733</sup> Vgl. Guillaume, Philippe; Lamm, Patrick: *L'arrivée an force des capitaux étrangers*, a.a.O., S. I.

<sup>734</sup> Vgl. Virard, Marie-Paule: *Salarié et actionnaire*, in: *Enjeux Les Echos*, Nr. 142, Dezember 1998, S. 56.

stellt aber aufgrund des breit gestreuten Aktienbesitzes dennoch die größte Aktionärsgruppe des Unternehmens dar.<sup>735</sup>

### 3.4.1. Maßnahmen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer Aktienbeteiligung

Die freiwillige **Beteiligung am Unternehmensergebnis** kann sowohl in gewinn- als auch in nicht gewinnorientierten Unternehmen erfolgen. 1997 betrug in Frankreich die Anzahl der abhängigen Beschäftigten in beiden Bereichen insgesamt etwa 20 Mio.<sup>736</sup> Davon wurden ungefähr 3 Mio.<sup>737</sup> Arbeitnehmer in Form des *intéressement* beteiligt, was einem Anteil von 15% entspricht. Insgesamt wurden im Zuge dieser Beteiligung 12,5 Mrd. FF an die Arbeitnehmer ausgeschüttet.<sup>738</sup> Dies entspricht einem durchschnittlichen Anteil von annähernd 4.200 FF je beteiligtem Arbeitnehmer.

Die in Unternehmen mit mehr als 50 Beschäftigten obligatorische **Beteiligung am Unternehmenserfolg** wird auf der Grundlage des steuerpflichtigen Gewinns errechnet und erfolgt dementsprechend ausschließlich in gewinnorientierten Unternehmen. 1997 wurden in Form der *participation* annähernd 5 Mio. Arbeitnehmer beteiligt. Der insgesamt ausgeschüttete Betrag belief sich auf 17,3 Mrd. FF<sup>739</sup> bzw. durchschnittlich ungefähr 3.460 FF je Arbeitnehmer.

Im für den Arbeitnehmer günstigsten Fall – wenn er also sowohl in den Genuß des *intéressement* als auch der *participation* kommt – belief sich die durchschnittliche Beteiligung insgesamt also auf ungefähr 7.660 FF. Da 1997 das durchschnittliche monatliche Bruttoeinkommen aller Beschäftigten in Frankreich 13.001 FF<sup>740</sup> betrug, entsprach die jährliche Beteiligung in diesem Fall annähernd 60% eines Monateinkommens. Diese Zahlen sind jedoch zu relativieren, da es die gesetzlichen Grundlagen beider Beteiligungsformen erlauben, die Beteiligungshöhe beispielsweise anhand der Betriebszugehörigkeit und der Einkommenshöhe zu differenzieren. Das *intéressement* wurde 1996 in drei Vierteln der Betriebe auf der Grundlage des Einkommens ermittelt. Die *ouvriers* erhielten 1996 durchschnittlich 3.960 FF, die *techniciens et agents de maîtrise* 5.000 FF und die *cadres* 9.850 FF. Hinzu kommt, daß die Gesamthöhe der Beteiligung mit zunehmender Unternehmensgröße abnimmt.<sup>741</sup>

<sup>735</sup> Vgl. Tézenas du Montcel, Anne: Paix sociale, cohésion interne arme anti-OPA: l'entreprise a tout y gagner... et les salariés?, in: Enjeux Les Echos, Nr. 142 (1998), Dezember 1998, S. 59.

<sup>736</sup> Vgl. Ministère du travail et de solidarité: Etudes et statistique, in: <http://www.travail.gouv.fr/etudes/popact.htm>

<sup>737</sup> Vgl. o.V.: De la participation au PEE: revue de détail, in: Les Echos, Nr. 17895 (1999), 7./8. Mai 1999, S. 57.

<sup>738</sup> Vgl. ebenda.

<sup>739</sup> Vgl. ebenda.

<sup>740</sup> Vgl. Ministère du travail et de solidarité: Etudes et statistique, in: <http://www.travail.gouv.fr/etudes/smic.htm>

<sup>741</sup> Vgl. o.V.: participation et intéressement: 28,3 milliards distribué an 96 à 4,1 millions de salariés, in: Les Echos, Nr. 17584 (1998), 12. Februar 1998, S. 4.

Über die Verwendung der aus den beiden Beteiligungsformen stammenden Beträge sind – insbesondere im Falle des *intéressement* - keine umfassenden Untersuchungen bekannt. Grundsätzlich sind hier zwei Alternativen möglich: Ausschüttung oder Wiederanlage. Entschließt sich der Arbeitnehmer für die Wiederanlage, entfallen Steuern und Sozialabgaben. Zumindest einen Hinweis auf die Verwendung vermag jedoch eine 1998 veröffentlichte Untersuchung liefern: Ein Drittel der 1996 ausgeschütteten Beträge wurde in einem Unternehmenssparplan angelegt<sup>742</sup>, der ja unter anderem insbesondere eine Anlage in Aktien des arbeitgebenden Unternehmens vorsieht. Zudem hat angesichts der positiven Börsenentwicklung seit Mitte der 90er Jahre laut *Seux* die direkte Wiederanlage der aus dem *intéressement* stammenden Beträge in Arbeitnehmer-Aktien zunehmend an Bedeutung gewonnen.<sup>743</sup>

Bei der *participation* müssen die ausgeschütteten Beträge mit einer Laufzeit von mindestens drei Jahren wieder angelegt werden. Über die Anlageart liegen lediglich Zahlen aus dem Jahre 1994 vor: Damals wurden 1% der Beträge direkt in Form von Aktien des Unternehmens ausgeschüttet und 50% auf Sperrkonten angelegt.<sup>744</sup> Weitere 49% wurden in einem FCP oder FCPE angelegt<sup>745</sup>, die neben anderen Wertpapieren auch – oder auch nur - aus Aktien des arbeitgebenden Unternehmens bestehen.

1996 stammten die in einem Unternehmenssparplan angelegten Beträge durchschnittlich zu 28% aus der *participation* und zu 27% aus dem *intéressement*. Die freiwilligen Einzahlungen der Arbeitnehmer machten einen Anteil von 28% aus, die der Arbeitgeber von 17%. Die Höhe der Anlage betrug durchschnittlich 10.300 FF je Arbeitnehmer.<sup>746</sup> Die Sparpläne verwalten – insbesondere bei Großunternehmen – das arbeitgebende Unternehmen selbst oder eine externe Anlagegesellschaft. Die Bedeutung der *FCPE* verdeutlicht eine Untersuchung darüber, welche Verwendung die Unternehmenssparpläne vorsehen. Sie wurde 1997 von der *COB* veröffentlicht:

---

<sup>742</sup> Vgl. Fagnot, Olivier: Les primes de partage des bénéfices attribuées en 1997, in: *Premières Synthèse*, Nr. 38.2 (1998), September 1998, S. 6.

<sup>743</sup> Vgl. *Seux*, Dominique: *Entreprises: la participation des salariés dopée par les bons résultats de 1998*, in: *Les Echos*, Nr. 17856 (1999), 12./13. März 1999, S. 3.

<sup>744</sup> Hierbei handelt es sich um jene Unternehmen, die kein Abkommen über die Verwendung der *participation* geschlossen haben.

<sup>745</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 197f.

<sup>746</sup> Vgl. Fagnot, Olivier, a.a.O., S. 6.

### **Abbildung 8: Anlageformen der Unternehmenssparpläne**

<b>Verwendungsart</b>	<b>Anteil der Unternehmen</b>
Anlage auf einem Sperrkonto	7%
Aktien des arbeitgebenden Unternehmens	2%
Sperrkonto und FCPE	30%
Sperrkonto, Aktien des arbeitgebenden Unternehmens und FCPE	3%
Aktien des arbeitgebenden Unternehmens und FCPE	2%
FCPE	56%

*Quelle: Commission des opérations de bourse (Hrsg.): Etude sur l'épargne salariale, in: Bulletin mensuel d'information, Nr. 315 (1997), Juli/August 1997, S. IX.*

Auf den ersten Blick scheint also der Unternehmenssparplan die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in nur geringem Maße zu fördern, da die Anlage vor allem in den FCPE erfolgt. Analysiert man jedoch die Zusammensetzung der hier eindeutig dominierenden betrieblichen Investmentfonds, muß diese Aussage relativiert werden:

### **Abbildung 9: Zusammensetzung der betrieblichen Investmentfonds**

<b>Anlageart</b>	<b>Anteil</b>
Aktien des arbeitgebenden Unternehmens	26%
Anteile an einem OPCVM	25%
Aktien anderer Unternehmen	17%
Schuldverschreibungen anderer Unternehmen	22%
Schuldverschreibungen des arbeitgebenden Unternehmens	9%
Andere Anlagearten	1%

*Quelle: In Anlehnung an Le Court, Bernard: Quand le PEE devient une réponse retraite, in: Les Echos, Nr. 17629 (1998), 17./18. April 1998, S. 40.*

Während also für die Unternehmenssparpläne der direkte Erwerb von Aktien des arbeitgebenden Unternehmens nur eine Ausnahmeerscheinung darstellt, stellt deren indirekter Erwerb über das Zwischenschalten eines FCPE die bedeutendste Variante der Mittelverwendung dar. Hinzu kommt, daß die Anteile an einem OPCVM durchaus indirekt mit einer Aktienbeteiligung am arbeitgebenden Unternehmen verbunden sein können, sofern die Investmentgesellschaft die Aktien des Unternehmens in seinem Anlageportfolio hält.



### 3.4.2. Maßnahmen mit direktem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung

Im Gegensatz zu den Beteiligungsformen, die indirekt zu einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung führen können, ist die Datenlage zu den direkten Beteiligungsformen wesentlich dünner. Dies liegt insbesondere daran, daß die Gesetzgebung – von dem Sonderfall der Privatisierung von Staatsunternehmen abgesehen – die Unternehmen im Gegensatz zur Gewinnbeteiligung nicht zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zwingt und der Staat demzufolge auch keine Notwendigkeit sieht, regelmäßig deren Anwendung zu erfassen. Erschwerend kommt hinzu, daß die vorhandenen Daten oftmals nicht nach dem Ursprung der Beteiligung (Gratisaktien, Belegschaftsaktien etc.) zu differenzieren sind. Der relative Anteil der französischen Arbeitnehmer, die am Kapital ihres arbeitgebenden Unternehmens beteiligt sind, läßt sich also schwer ermitteln. Einerseits, weil weder über die absolute Höhe noch über die Grundgesamtheit – also die Anzahl der Beschäftigten in Kapitalgesellschaften – exakte Angaben zu finden sind. Sämtliche Statistiken über die Unternehmen in Frankreich unterscheiden ausschließlich nach deren Größe (Anzahl der Unternehmen mit einer bestimmten Beschäftigtenanzahl), nicht aber nach der Unternehmensform (Anzahl der Beschäftigten in den verschiedenen Unternehmensformen). Dennoch soll im folgenden versucht werden, zumindest zu skizzieren, welche Bedeutung den unterschiedlichen direkten Beteiligungsarten beizumessen ist.

Die kostenlose Übertragung von Aktien nach dem Gesetz von 1977, das die Überlassung von Aktien im Erbfall regelt, hat bis heute eine nur geringe Bedeutung. *Maillard* geht davon aus, daß seit Bestehen des Gesetzes nur ungefähr fünf größere französische Unternehmen diese Form der Kapitalübertragung gewählt haben. Im Vergleich hierzu hatte das Gesetz von 1980 trotz seiner nur bis 1981 beschränkten Geltungsdauer eine wesentlich stärkere Wirkung: Von den 794 Aktiengesellschaften, die 1980 börslich notiert waren, haben 27,7% Gratisaktien mit einem durchschnittlichen Gesamtwert von 3.252 FF je Begünstigtem ausgegeben.<sup>747</sup>

Aktuelle Ergebnisse des Gesetzes über Belegschaftsaktien liegen nicht vor. Auch in der einschlägigen Wirtschaftspresse findet diese Form der Aktienbeteiligung nahezu keine Berücksichtigung. Während die COB seit Einführung des Gesetzes 1973 in den 70er und 80er Jahren regelmäßig über seine Anwendung berichtete, wurden seit 1989 auch von dieser Seite keine neuerlichen Erhebungen mehr vorgenommen, worin sich bereits die zurückgehende Bedeutung dieser Beteiligungsform zeigt. Die Pläne hatten ihren Höhepunkt Mitte der 80er Jahre, allerdings in einem insgesamt bescheidenen Umfang: Sie wurden in annähernd 100 Unternehmen angewendet und betrafen ungefähr 20.000 Arbeitnehmer.<sup>748</sup> Da die rechtlichen Grundlagen unverändert blieben, nahm in der Folgezeit ihre Bedeutung kontinuierlich ab – und zwar zugunsten der bereits 1967 eingeführten Unternehmenssparpläne, die ja eine indirekte Form der Aktienbeteiligung darstellen

<sup>747</sup> Vgl. *Maillard*, Paul, a.a.O., S. 249f.

<sup>748</sup> Vgl. ebenda, S. 124f.

können: Diese wurden durch eine Verordnung im Jahre 1986 mit zusätzlichen steuerlichen Vergünstigungen ausgestattet, so daß ihre Attraktivität für die Unternehmen zunahm. So können beispielsweise die Aufwendungen des Unternehmens für Belegschaftsaktien nur bis zu einer Höhe von 3.000 FF auf den zu versteuernden Gewinn angerechnet werden, beim Unternehmenssparplan ist dieser Betrag wesentlich höher – er beträgt 50% der Sozialversicherungsgrenze.

Nach einer Untersuchung aus dem Jahr 1998 bietet ungefähr die Hälfte der französischen Aktiengesellschaften, die an der Börse in Paris notiert sind, ihren Arbeitnehmern einen **Aktienoptionsplan** an. Bei annähernd 40% dieser Unternehmen betrug der Anteil des aktuellsten Optionsplanes am Gesamtkapital des Unternehmens zwischen 1% und 4%, bei 20% lag er sogar über 4%.<sup>749</sup> Obwohl in Frankreich – etwa im Vergleich zu Deutschland – durchaus eine Tradition vorhanden ist, dieses Beteiligungsmodell an alle Mitarbeitergruppen zu richten, zeigt die Praxis dennoch eine Zentrierung auf die Führungskräfte: Nur in 15% der Unternehmen werden alle Arbeitnehmer in den Aktienoptionsplan miteinbezogen – obwohl nach einer 1999 veröffentlichten Untersuchung zwei Drittel der französischen Arbeitnehmer gerne an einem Aktienoptionsplan teilnehmen würden.<sup>750</sup> Die Mehrzahl der Arbeitnehmer, die an einem Aktienoptionsplan teilnehmen, stammen aus der Gruppe der *cadres*, also der mittleren bis höheren Führungskräfte.<sup>751</sup> Auch bei der Anzahl der Optionen wird zwischen den einzelnen Mitarbeitergruppen differenziert: Während bei immerhin einem Viertel der begünstigten Top-Manager der den Optionen zugrundeliegende Aktienwert ein Jahreseinkommen übersteigt, liegt dieser bei der Mehrzahl der *cadres* unter der Hälfte eines Jahreseinkommens.<sup>752</sup> In ungefähr 80% der Fälle wird den Arbeitnehmern bei der Berechnung des Optionspreises ein Preisabschlag in Höhe von mindestens 5% des Aktienwertes bei Einführung des Optionsplanes gewährt.<sup>753</sup> Allerdings wendet die Mehrzahl der Unternehmen den Aktienoptionsplan nicht als ein Instrumentarium an, das nach Ausübung der Option auf einen längerfristigen Aktienbesitz der Arbeitnehmer zielt: Nur in 15% der Unternehmen ist nach Ausübung der Option eine – in der Regel dreijährige – Festlegungsfrist der Aktien vorgesehen, in den übrigen Fällen können die Aktien sofort nach ihrer Zuteilung verkauft werden.<sup>754</sup>

Im Gegensatz zu den Aktienoptionsplänen hat die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Zuge von **Privatisierungsmaßnahmen** in den betroffenen Unternehmen zu ei-

<sup>749</sup> Vgl. Mabile, Philippe: Une entreprise cotée sur deux utilise les stock-options pour motiver ses cadres, in: Les Echos, Nr. 17861 (1999), 19./20. März 1999, S. 4.

<sup>750</sup> Damit ist das Interesse an Aktienoptionsplänen größer als an Aktien – nur 53% der befragten Arbeitnehmer gaben an, daß sie gerne Aktien ihres arbeitgebenden Unternehmens besitzen würden. Vgl. Mabile, Philippe: Stock-options: 2 salariés sur 3 se disent intéressés, in: Les Echos, Nr. 17907 (1999), 27. Mai 1999, S. 4.

<sup>751</sup> Vgl. Mabile Philippe: Une entreprise cotée sur deux utilise les stock-options pour motiver ses cadres, a.a.O., S. 4.

<sup>752</sup> Vgl. ebenda. Mabile Philippe: Une entreprise cotée sur deux utilise les stock-options pour motiver ses cadres, a.a.O., S. 4.

<sup>753</sup> Vgl. ebenda.

<sup>754</sup> Vgl. ebenda.

nem breiten Streubesitz bei allen Mitarbeitergruppen geführt: So sind beispielsweise annähernd 80% der Arbeitnehmer der privatisierten *Caisse nationale de prévoyance (CNP)*, dem größten französischen Versicherungsunternehmen, zugleich auch Aktionäre des Unternehmens. Auch ist gerade in den privatisierten Unternehmen der Anteil der Arbeitnehmer-Aktionäre am Unternehmenskapital beträchtlich: Bei dem Tabakunternehmen *Seita* stellen sie mit einem Aktienanteil von über 6% die zweitgrößte Aktionärsgruppe<sup>755</sup>, bei dem Kreditinstitut *Société Générale* sind die Arbeitnehmer sogar die größte Aktionärsgruppe.<sup>756</sup> Die Mehrzahl dieser Arbeitnehmer-Aktionäre halten die Anteile jedoch nicht individuell, sondern über einen Fonds, der ausschließlich Titel des Unternehmens beinhaltet.

Die Beteiligung der Arbeitnehmer vollzieht sich allerdings nicht immer auf gänzlich freiwilliger Basis: So wurde beispielsweise bei der Fluggesellschaft *Air France* vereinbart, daß die Piloten ab 1999 in den folgenden sieben Jahren bei einem verhältnismäßig hohen Preisabschlag auf den Kurs der Aktien insgesamt zwischen 6,5% bis 7,5% des Unternehmenskapitals erhalten – allerdings unter Anrechnung auf ihr reguläres Einkommen, das in dem gleichen Zeitraum durchschnittlich um jährlich 12.000 FF reduziert wird.<sup>757</sup> Aber auch bei *Air France* zeigt sich, daß gerade die Privatisierung von Staatsunternehmen eine geeignete Maßnahme darstellen kann, das Aktienkapital bei allen Mitarbeitergruppen breit zu streuen: So sind beispielsweise 77% der Mitarbeiter, die in der Wartungsabteilung beschäftigt sind, zugleich Aktionäre ihres arbeitgebenden Unternehmens.<sup>758</sup>

Über die 1984 erstmalig gesetzlich geregelte Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Zuge einer Übernahme des Unternehmens durch die Belegschaft gibt es ebenfalls nur wenige Informationen, zumal ein RES vorwiegend zur Übernahme kleinerer Unternehmen durchgeführt wurde. Hinzu kommt, daß durch zahlreiche Gesetzesänderungen in den Folgejahren die spezifischen steuerlichen Vergünstigungen kontinuierlich reduziert wurden und heute überhaupt kein Regelwerk mehr vorhanden ist. *Maillard* geht davon aus, daß bei insgesamt ungefähr 500 Unternehmen ein RES in Angriff genommen wurde, bei einer Vielzahl die vollständige Übernahme jedoch nicht erfolgte, da die Unternehmen entweder in Konkurs gingen oder von anderen Unternehmen aufgekauft wurden.<sup>759</sup> Ein Beispiel für einen gänzlichen Mißerfolg einer Übernahme durch die Belegschaft ist die Haushaltsartikel-Handelskette *Pier-Import*, die nach der Aussetzung der Börsennotierung unter erheblichen Verlusten für die Belegschaft durch ein anderes Unternehmen übernommen wurde.<sup>760</sup> Das wohl spektakulärste und erfolgreichste Beispiel eines RES stellt die Über-

---

<sup>755</sup> Vgl. Jacquin, Jean-Baptiste; Tricornot, Adrien de: Salariés-actionnaires: l'argent sans le pouvoir, in: L'Expansion, Nr. 523 (1996), 18. April 1996, S. 64 und Guélaud, Claire: Dans les ex-nationalisées, les salariés s'imprègnent des lois du marché, in: Enjeux, Nr. 142 (1998), Dezember 1998, S. 68.

<sup>756</sup> Vgl. Jacquin, Jean-Baptiste; Tricornot, Adrien de, a.a.O., S. 64.

<sup>757</sup> Vgl. Fainsilber, Denis: Les pilotes d'Air France adhèrent en masse à l'échange „salaire contre actions“, in: Les Echos, Nr. 17810 (1999), 7. Januar 1999, S. 13.

<sup>758</sup> Vgl. Constanty, Hélène, a.a.O., S. 135.

<sup>759</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 264.

<sup>760</sup> Vgl. Peretti, Jean-Marie: Ressources Humaines, 4. Aufl., Paris 1994, S. 346.

nahme des Elektrogeräteunternehmens *Darty* mit einem Umfang von 7,1 Milliarden FF dar. Es wurde 1988 durch die Belegschaft übernommen: 90% der Arbeitnehmer waren beteiligt und kontrollierten 56% der Anteile.<sup>761</sup> *Darty* wurde dann zwar bereits fünf Jahre später von der britischen Handelgruppe *Kingfisher* übernommen, die Arbeitnehmer erzielten jedoch durch den Verkauf ihrer Anteile einen erheblichen Gewinn.<sup>762</sup>

### 3.5. Zwischenfazit II

Das Umfeld der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich läßt sich folgendermaßen zusammenfassen:

Im Allgemeinen läßt sich feststellen, daß die institutionalisierten Formen der Arbeitnehmerbeteiligung über Interessenvertretungsorgane in Frankreich – etwa im Vergleich zu Deutschland - nur schwach ausgeprägt sind: Einerseits, weil ihnen die bestehenden gesetzlichen Rahmenbedingungen ohnehin nur geringe Einflußmöglichkeiten zubilligen. Und andererseits, weil die französischen Arbeitnehmer offensichtlich eher bereit sind, das Unternehmen als Terrain des Unternehmers zu definieren. Um eigene Interessen durchzusetzen werden individuelle Strategien bevorzugt. Wenn überhaupt, wird deren Artikulation im Rahmen des durch das Unternehmen vorgegebenen Spielraums präferiert. Ähnlich wie die Qualitätszirkel, die die gesetzlich vorgeschriebenen und gewerkschaftlich unterstützten Mitsprachegruppen in ihrem Einfluß reduzierten, fällt auch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in die Kategorie der arbeitgeberseitig eingeführten Partizipationsofferten. Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als ein Partizipationsinstrument günstig zu sein. Gleichzeitig kommt gerade in Frankreich – insbesondere für die großen börsennotierten Aktiengesellschaften - der Steigerung des Unternehmenswertes seit Mitte der 90er Jahre vor allem durch den allmählichen Rückzug des Staates aus der Wirtschaft eine zunehmende Bedeutung zu. Unterstützt wird diese Tendenz dadurch, daß das Aktienkapital unter Kleinaktionären breit gestreut ist und gleichzeitig institutionelle ausländische Anleger verstärkt auftreten. Sofern die detaillierten gesetzlichen Regelungen zur materiellen Beteiligung der Arbeitnehmer den Unternehmen also überhaupt einen Gestaltungsspielraum einräumen, muß sich die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung gerade in Frankreich auch vor dem Hintergrund des Ziels „Steigerung des Unternehmenswertes“ legitimieren.

Die Beschreibung der gesetzlichen Rahmenbedingungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich hat gezeigt, daß dort in der Tat ein sehr differenziertes Regelwerk mit einer langen Tradition vorhanden ist. Zwar unterscheiden sich die Formen mit direktem Bezug zu dieser Beteiligung nicht von denjenigen anderer vergleichbarer Volkswirtschaften, die staatliche Einflußnahme auf deren praktische Umsetzung ist aber durch erhebliche steuer- und abgabenrechtliche Anreize, insbesondere aber durch detaillierte Gestaltungsvorgaben groß. Obwohl sein direkter

<sup>761</sup> Vgl. [http:// www.darty.fr/institutionnel/histoire.htm](http://www.darty.fr/institutionnel/histoire.htm)

<sup>762</sup> Vgl. Peretti, Jean-Marie, a.a.O., S. 345f. und [http:// www.darty.fr/institutionnel/histoire.htm](http://www.darty.fr/institutionnel/histoire.htm)

Kapitalbesitz an französischen Unternehmen zurückgeht, bleibt der Staat also „*au coeur de la «modernisation» du capitalisme français*“<sup>763</sup>. Die Gesetzgebung bevorzugt den traditionellen staatlichen Einfluß gegenüber einem Aushandlungsprozeß zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern über die Umsetzung der Kapitalbeteiligung. Letzteres setzte freilich voraus, daß hierfür das Machtungleichgewicht zwischen den beiden Parteien durch entsprechende Gesetze zur Mitbestimmung ausgeglichen würde – entsprechende Maßnahmen sind jedoch nicht abzusehen und auch nicht Gegenstand von Gesetzesvorhaben. Das Interesse des Staates an einer Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital der arbeitgebenden Unternehmen zeigt sich auch an den beschriebenen – und in Europa einzigartigen - indirekten Maßnahmen, denen eine herausragende Bedeutung für die Kapitalbeteiligung zukommt: Der Staat zwingt – wie im Falle der *participation* - die Unternehmen nicht nur, die Arbeitnehmer am Erfolg des Unternehmens zu beteiligen; gleichzeitig schafft er auch Rahmenbedingungen, die eine Wiederanlage der Beteiligungserträge in Form von Anteilen am Kapital des Unternehmens fördern. Ähnliches gilt für die Privatisierung von ehemaligen staatlichen Unternehmen, in deren Verlauf den Arbeitnehmern sogar eine eigene Aktientranche zur Zeichnung eingeräumt werden muß.

Ergebnis dieser Politik ist, daß in Frankreich die Arbeitnehmer – zumindest im westeuropäischen Vergleich – in relativ hohem Ausmaß am Kapital der arbeitgebenden Unternehmen beteiligt sind. In einigen bedeutenden Unternehmen beträgt der Anteil der Arbeitnehmer am Unternehmenskapital zwischenzeitlich deutlich über 10%. Die beiden bislang von der Europäischen Kommission veröffentlichten Berichte über die Verbreitung und Bedeutung von PEPPER-Modellen in Europa weisen dementsprechend Frankreich innerhalb der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union einen herausragenden Platz zu.<sup>764</sup>

---

<sup>763</sup> Boyer, Robert: Le capitalisme étatique à la française à la croisée des chemins, in: Crouch, Colin; Streeck, Wolfgang (Hrsg.): Les capitalisme en Europe, Paris 1996, S. 107.

<sup>764</sup> Vgl. Commission of the European Communities, a.a.O.

## 4. Synthese: Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Unternehmenswert In Frankreich

In diesem Kapitel der Arbeit soll an dem konkreten Beispiel Frankreichs durch drei aufeinanderfolgende Analyseschritte ein Beitrag zur Beantwortung der Frage geleistet werden, ob – und falls ja, in welcher Weise – ein Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Unternehmenswert besteht. Dabei wird die Beteiligung auf Verknüpfungspunkte zu den Wertgeneratoren des Shareholder Value-Konzeptes und des Stakeholder Value-Konzeptes überprüft.

In den ersten beiden Analyseschritten werden die Rechtsgrundlagen zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich und empirische Studien ausgewertet. Im dritten Schritt soll anhand der eigenen Untersuchung bei zwei französischen Aktiengesellschaften überprüft werden, ob sich die bisherigen Ergebnisse bestätigen lassen, und außerdem versucht werden, darüber hinausgehende Erkenntnisse zu liefern.

### 4.1. Rechtstatsächliche Analyse und Auswertung empirischer Studien

#### 4.1.1. Literaturbasis

Während sich die rechtstatsächliche Analyse auf die im dritten Kapitel dieser Arbeit verwendete Literatur stützen kann, stellt die Auswahl der empirischen Literatur ein weitergehendes Problem dar: Es gibt nur wenige Untersuchungen zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung, in der französischsprachigen Literatur sind allerdings zahlreiche empirische Untersuchungen vorhanden, die sich mit der *participation* und dem *intéressement* beschäftigen.<sup>765</sup> Im 3. Kapitel der Arbeit wurde gezeigt, daß diese Beteiligungsformen oftmals in eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung münden, da die ausgeschütteten Beträge in Kapitalanteile umgewandelt werden. Eine Vernachlässigung dieser Beteiligungsformen würde also nicht der betrieblichen Realität entsprechen. Außerdem besteht – wie zu zeigen sein wird - auch im Hinblick auf die Fragestellung dieser Arbeit ein großer Unterschied darin, ob die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Zuge dieser Beteiligungsformen oder durch zusätzliche Einzahlungen des Arbeitgebers oder des Arbeitnehmers erfolgt.

Die Arbeiten von *Dondi*<sup>766</sup> und *Vaughan-Whitehead*<sup>767</sup> erfassen sowohl die Formen mit indirektem als auch mit direktem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung. Sie

---

<sup>765</sup> Vgl. hierzu beispielsweise die Arbeiten von Fakhfakh, Fathi; Mabile, Sylvie: France, in: Ministère de l'emploi et de la solidarité (Hrsg.): *Le partage du profit en Europe. Institutions et effets comparés*, Paris 1997, S. 183-231 und Cahuc, Pierre; Dormont, Brigitte: *Les effets d'incitation de l'intéressement: la productivité plutôt que l'emploi*, in: *Economie et Statistique*, Nr. 257 (1992), September 1992, S. 45-56.

<sup>766</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O.

<sup>767</sup> Vgl. Vaughan-Whitehead, Daniel: *Intéressement, participation, actionariat – impacts économiques dans l'entreprise*, Paris 1992. Eine aktualisierte und zusammenfassende Publikation der Ergebnisse findet sich bei Ders.: France: The driving force of comprehensive

stellen gemeinsam mit einer Untersuchung der COB über die Vermögensbildung der Arbeitnehmer<sup>768</sup> die Basis für die folgende Sekundäranalyse dar.

Die Dissertation von **Dondi**<sup>769</sup> überprüft die Fragestellung, ob französische Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Vergleich zu jenen ohne diese Beteiligungsform „*un niveau de performance supérieur*“<sup>770</sup> ausweisen. Der empirische Teil gliedert sich grob in zwei Abschnitte: Einerseits in eine Analyse der mit der Beteiligung verbundenen Zielsetzungen (siehe Anhang V), andererseits in eine Analyse der Effekte der Beteiligung anhand betriebswirtschaftlicher Indikatoren (siehe Anhang VI). **Dondi** wertet zunächst eine Fragenbogenuntersuchung bei 40 französischen Unternehmen aus.<sup>771</sup> Im zweiten Teil der Arbeit vergleicht er auf der Grundlage von Unternehmensdaten<sup>772</sup> Beteiligungsunternehmen mit Nicht-Beteiligungsunternehmen anhand von Kennzahlen.<sup>773</sup> Die Stichprobe umfaßt hier insgesamt 109 der zum Zeitpunkt der Untersuchung 200 größten französischen Unternehmen, davon hatten 39 ihre Arbeitnehmer am Kapital beteiligt. Die Unternehmen werden in zwei Obergruppen (Beteiligungsunternehmen und Nicht-Beteiligungsunternehmen) und vier Untergruppen eingeteilt: Nicht-Beteiligungsunternehmen sowie Beteiligungsunternehmen mit niedrigem (bis 5%), mittlerem (5% bis 10%) und hohem (über 10%) Anteil der Arbeitnehmer am Kapital des Unternehmens.<sup>774</sup>

Die Arbeit von **Vaughan-Whitehead**<sup>775</sup> ähnelt in der Vorgehensweise jener von **Dondi**: Hier wurden bei 193 französischen Unternehmen die mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verbundenen Zielsetzungen sowie die eingetretenen Effekte ermittelt. In Ergänzung hierzu untersucht der Verfasser auch die Wirkungen der Beteiligung aus Sicht der betroffenen Arbeitnehmer, indem er bei 7 Großunternehmen jeweils 200 Arbeitnehmer befragte.<sup>776</sup>

---

legislation, in: Ders. et al. (Hrsg.): *Worker's financial participation: East-West experiences*, Genf 1995, S. 55-84.

<sup>768</sup> Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.): *Bulletin Mensuel d'information*, Nr. 315 (1997), Juli-August 1997

<sup>769</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O.

<sup>770</sup> Vgl. ebenda, S. 26.

<sup>771</sup> Von diesen 40 Unternehmen gehörten zum Untersuchungszeitpunkt 39 zu den einhundert größten Unternehmen Frankreichs.

<sup>772</sup> Es handelt sich hierbei um Umsatz, Eigenkapital, Nettogewinn, Selbstfinanzierungsmarge, Personalbestand und Börsenkurs.

<sup>773</sup> Es handelt sich hierbei um Eigenkapitalrentabilität, Umsatzrentabilität, Gewinnsteigerung, Produktivität, Selbstfinanzierungsfähigkeit und deren Steigerung, Börsenkursveränderungen, Gewinnspanne und Umsatzwachstum.

<sup>774</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 426ff.

<sup>775</sup> Vgl. Vaughan-Whitehead, Daniel: *Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise*, Paris 1992. Eine aktualisierte und zusammenfassende Publikation der Ergebnisse findet sich bei Ders.: *France: The driving force of comprehensive legislation*, in: Ders. et al. (Hrsg.): *Worker's financial participation: East-West experiences*, Genf 1995, S. 55-84.

<sup>776</sup> Vgl. Vaughan-Whitehead, Daniel: *Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise*, a.a.O., S. 160ff. Darüber hinaus wurden in 116 Unternehmen des produzierenden Sektors die Auswirkungen des *intéressement* anhand betriebswirtschaftlicher

Die Untersuchung der *COB*<sup>777</sup> über die Vermögensbildung der Arbeitnehmer in Frankreich wurde mit folgender Zielsetzung durchgeführt: „... afin de mieux cerner les besoins, attentes et motifs de satisfaction ou d'insatisfaction des acteurs“. Sie stützt sich nicht auf quantifizierbare betriebswirtschaftliche Daten, sondern ausschließlich auf die subjektiven Einschätzungen der betroffenen Akteure. Die Untersuchung gliedert sich in zwei Teile: Erstens in eine Befragung der Geschäftsleitungen von 121 Unternehmen in Frankreich mit insgesamt ungefähr 870.000 Beschäftigten. Zweitens wurden 1.269 Arbeitnehmer von 11 Unternehmen unterschiedlicher Sektoren und Größe befragt.

#### 4.1.2. Analyse aus Sicht einer am Shareholder Value-Konzept orientierten Unternehmensführung

Im zweiten Kapitel der Arbeit wurde gezeigt, daß das dem Shareholder Value-Konzept zugrunde liegende zentrale Gedankengerüst in der Identifikation von Wertgeneratoren und Nutzenpotentialen eines Unternehmens liegt. Die Mitarbeiter eines Unternehmens stellen eines der Nutzenpotentiale dar. Maßnahmen im Bereich dieses Nutzenpotentials sollen dazu dienen, durch eine positive Wirkung auf die Wertgeneratoren den Unternehmenswert zu erhöhen. Als Wertgeneratoren wurden bereits Steuern, (Des-)Investitionen, Kapitalkosten, Umsatzwachstum und Umsatzrentabilität genannt.

##### 4.1.2.1. Wertgenerator Steuern

In den Rechtsgrundlagen zu den Formen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ist festgelegt, daß eine im Rahmen des *intéressement* gewährte Beteiligung bis zu einer Höhe von 20% der gesamten Lohnsumme des Unternehmens als „charges déductibles“<sup>778</sup> betrachtet wird. Auch die für die *participation* aufgewendeten Beträge mindern im Regelfall einer 5-jährigen Festlegungsfrist den zu versteuernden Gewinn des Unternehmens, sie unterliegen nicht der Steuer auf Löhne und Gehälter.<sup>779</sup> Hinzu kommt, daß die Rechtsgrundlagen zur *participation* diejenigen Unternehmen begünstigen, die eine über die gesetzliche Mindestanforderung hinausgehende freiwillige Beteiligung gewähren. Werden diese Beträge mindestens 5 Jahre angelegt, kann das Unternehmen eine steuerfreie Investitionsrückstellung in Höhe von 30% des Differenzbetrages vornehmen, bei einer Festlegungsfrist von 3 Jahren in Höhe von 15%.<sup>780</sup> Auch die Zuschüsse des Unternehmens zu den Anlagebeträgen des Arbeitnehmers im Rahmen des Unternehmenssparplanes mindern bis zu einer Höhe von 22.500 FF je Arbeitnehmer jährlich den zu versteuernden Gewinn des Unternehmens und sind von lohnbe-

---

Daten erhoben. Diese Ergebnisse sollen jedoch nicht in die folgende Analyse einfließen, da eine eindeutige Zuordnung zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht möglich ist.

<sup>777</sup> Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O.

<sup>778</sup> Peretti, Jean-Marie, a.a.O., S. 327.

<sup>779</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 142ff.

<sup>780</sup> Vgl. Schutz, Pia, a.a.O., S. 66ff.



zogenen Steuern befreit.<sup>781</sup> Vergleichbares gilt auch für Zuschüsse zu den Formen der direkten Aktienbeteiligung: Eine Kapitalerhöhung für die Ausgabe von Belegschaftsaktien ist von der Registrierungssteuer befreit; darüber hinaus mindert ein Zuschuß des Unternehmens in Höhe von 3.000 FF je Arbeitnehmer jährlich den zu versteuernden Gewinn des Unternehmens.<sup>782</sup> Im Falle von Aktienoptionen entfällt für einen durch das Unternehmen gewährten Preisabschlag nicht nur die lohnbezogene Steuer, der Betrag kann auch als Wertverlust steuerlich geltend gemacht werden.<sup>783</sup>

Diese Rahmenbedingungen sind im Vergleich zu anderen europäischen Ländern sehr vorteilhaft: Auch der PEPPER-Bericht versieht diese Vergünstigungen mit dem Prädikat „*substantial for both firms and employees*“<sup>784</sup>. Daß die Unternehmen diese Einschätzung teilen, wird durch die Empirie bestätigt: Für mehr als zwei Drittel der von *Dondi* befragten Unternehmen sind die sehr günstigen steuer- und abgabenrechtlichen Rahmenbedingungen das Hauptmotiv für die Einführung der Beteiligung.<sup>785</sup>

↳ **Hypothese 1:** Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung wäre in Frankreich ohne die vorhandenen steuer- und abgabenrechtlichen Vergünstigungen weniger verbreitet.

#### 4.1.2.2. Wertgeneratoren Kapitalkosten und (Des-)Investitionen

Für den Aspekt der Kapitalkosten ergibt sich ein erster Verknüpfungspunkt mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich durch die Möglichkeit der bereits genannten steuerfreien Investitionsrückstellung. Deren Kosten sind jedoch trotzdem sehr hoch – kann sie doch nur vorgenommen werden, wenn die Arbeitnehmer über die gesetzlichen Bestimmungen hinaus am Gewinn beteiligt werden.<sup>786</sup>

Welche Kosten sind für das Unternehmen mit dem Kapital der Arbeitnehmer selbst verbunden? Hier ist zunächst festzustellen, daß die Rechtsgrundlagen den Unternehmen zwar durch die genannten steuer- und abgabenrechtlichen Vergünstigungen einen Anreiz bieten, den Arbeitnehmern Zuwendungen für die Kapitalbeteiligung zu leisten, dennoch stellen diese Zuschüsse Aufwendungen des Unternehmens dar, die bei externen Kapitalgebern nicht anfallen. Trifft die Aussage von *Kemmerich* zu, daß Arbeitnehmerbeteiligungen als Finanzierungsalternative „unter Kostengesichtspunkten immer dann unvorteilhafter für das arbeitgebende Unter-

<sup>781</sup> Vgl. Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard, a.a.O., S. 28.

<sup>782</sup> Vgl. Desbrières, Philippe: *Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés*, a.a.O., S. 31.

<sup>783</sup> Vgl. ebenda, S. 37.

<sup>784</sup> Commission of the European Union, a.a.O., S. 19.

<sup>785</sup> Für 68% der befragten Unternehmen hatten die steuer- und abgabenrechtlichen Vergünstigungen einen starken Einfluß auf die Einführung der Beteiligung, für lediglich 3% hatten diese überhaupt keine Bedeutung. Vgl. *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 220.

<sup>786</sup> Vgl. hierzu auch die Regelungen zur Unternehmensbesteuerung bei *Jouffroy*, Renaud; *Lopatie*, Claude: *Majoration d'impôt sur les sociétés: les conséquences pratiques*, in: *Les Echos*, Nr. 17543 (1997), 15. Dezember 1997, S. 57.

nehmen“ sind, „wenn Zuwendungen gewährt werden und diese nicht als Lohnkosten qualifiziert werden können“<sup>787</sup>, muß für die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich geschlossen werden: Die Wiederanlage der im Zuge des *intéressement* oder der *participation* ausgeschütteten Beträge in Aktien des Unternehmens kann durchaus eine günstige Finanzierungsalternative darstellen, dies gilt jedoch nicht für die Formen der direkten Aktienbeteiligung:

Die Formen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung sind in der Praxis – wie noch zu zeigen sein wird - oftmals Bestandteil einer Lohnflexibilisierungsstrategie der Arbeitgeber<sup>788</sup>, sie erhöhen also nicht die Personalkosten des Unternehmens. Für die Formen der direkten Beteiligung kommt *Dondi* hingegen zu dem Schluß „l’actionariat des salariés n’est pas considéré par les entreprises ... comme un élément de politique salariale“<sup>789</sup> - sie stellen also durchaus ein zusätzliches Einkommen der Arbeitnehmer dar. Die Mehrzahl der Unternehmen gewährt Abschläge auf den Preis der Aktien<sup>790</sup> sowie Zuschüsse zu den Unternehmenssparplänen, über die in 68% der befragten Unternehmen die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung erfolgte: Die durchschnittliche Höhe dieses Zuschusses betrug 3.851 FF jährlich<sup>791</sup>.

↳ **Hypothese 2:** Wenn flexible Lohnbestandteile in einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung angelegt werden, steigt die Wahrscheinlichkeit, daß die Kapitalkosten geringer sind als bei einer direkten Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung.

Im folgenden ist zu überprüfen, ob für die Arbeitnehmer eine Veranlassung besteht, eine niedrigere Rendite für ihre Anteile zu fordern als externe Kapitalgeber. In Anlehnung an *Schwetzer* wurde bereits argumentiert, daß dies dann der Fall sein wird, wenn die Arbeitnehmer im Vergleich zu anderen Kapitalgebern einen niedrigeren informationsdefizit-bedingten Aufschlag fordern.<sup>792</sup> Zunächst ist festzustellen, daß die Rechtsgrundlagen die Unternehmen nicht verpflichten, die Arbeitnehmer oder deren Vertretungsorgane bereits in der Planungsphase einzubeziehen. Dadurch könnte aber ein eventuelles Mißtrauen der Arbeitnehmer gegenüber der Beteiligung abgebaut werden. Auch ist eine Vertretung der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer im Aufsichtsrat, die zu einem verbesserten Informationsstand führen könnte, lediglich fakultativ. Außerdem sind keine gesetzlichen Maßnahmen vorhanden, die die Unternehmen zu einer Informationspolitik gegenüber den Arbeitnehmer-Aktionären verpflichten, die sich von der gegenüber den übrigen Aktionären unterscheidet. Eine Ausnahme stellen hier lediglich die Regelungen zu den *FCPE* dar, deren Aufsichtsrat sich paritätisch aus Vertretern der beteiligten Arbeitnehmer und der Arbeitgeber zusammensetzen muß. Dieses Organ verfügt über erweiterte Konsultations- und

<sup>787</sup> Kemmerich, Eva, a.a.O., S. 315f.

<sup>788</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 343ff.

<sup>789</sup> Ebenda, S. 343.

<sup>790</sup> Vgl. ebenda, S. 403.

<sup>791</sup> Vgl. ebenda, S. 230f.

<sup>792</sup> Vgl. Schwetzer, Bernhard, a.a.O., S. 331.

Informationsrechte, allerdings nur in solchen Angelegenheiten, die die Beteiligung selbst betreffen.<sup>793</sup> In der Praxis zeigt sich jedoch, daß das Informationsniveau der Arbeitnehmer weitaus höher ist, als es die Rechtsgrundlagen vermuten lassen: Im Vergleich zu den übrigen Aktionären werden die Arbeitnehmer-Aktionäre nach *Dondi* durch das Unternehmen mit wesentlich präziseren und umfangreicheren Informationen versorgt.<sup>794</sup> Dies gilt insbesondere für jene Arbeitnehmer, die über einen *FCPE* am Kapital beteiligt sind - nach der Untersuchung der *COB* waren immerhin 64% dieser Arbeitnehmer mit den gelieferten Informationen zufrieden, während es bei den direkt am Kapital beteiligten Arbeitnehmern nur 55% waren.<sup>795</sup> Die zusätzlichen Informationen der Arbeitnehmer bestehen beispielsweise aus Mitarbeiterzeitschriften und den Geschäftsberichten der *FCPE*, die ja nicht für die übrigen Aktionäre bestimmt sind.

↳ Hypothese 3: Wenn die Arbeitnehmer über einen betrieblichen Anlagefonds beteiligt sind, ist der informationsdefizit-bedingte Renditeaufschlag geringer als bei einer direkten Aktienbeteiligung.

Auch den Sperrfristen der Anlage kommt eine Bedeutung für die Kapitalkosten zu. Lange Sperrfristen erhöhen das mit einer Beteiligung verbundene Risiko und damit auch die Renditeerwartungen.<sup>796</sup> Denn dem Arbeitnehmer wird das eigentlich für eine Aktienbeteiligung charakteristische Recht, zu jedem beliebigen Zeitpunkt die Anteile wieder zu verkaufen, entzogen. Der französische Gesetzgeber macht jedoch gerade Sperrfristen zur Bedingung für steuer- und abgabenrechtliche Vergünstigungen: Für den Unternehmenssparplan gilt beispielsweise eine Festlegungsfrist von mindestens 3 Jahren<sup>797</sup>, bei den Belegschaftsaktien sogar von mindestens 5 Jahren.<sup>798</sup> Und es sind diese Sperrfristen, die bei den beteiligten Arbeitnehmern auf heftige Kritik stoßen: Nach der Untersuchung der *COB* würden 80% der Arbeitnehmer eine Verkürzung der Anlagefristen begrüßen.<sup>799</sup> Kein anderer der von der *COB* untersuchten Kritikpunkte<sup>800</sup> an der Beteiligung trifft auf ähnlich große Ab-

<sup>793</sup> *Maillard* führt als Beispiel ein Informations- und Konsultationsrecht für den Fall von Kapitalerhöhungen oder den geplanten Einsatz der Fonds im Zuge einer Vermeidung von feindlichen Übernahmen an. Vgl. *Maillard*, Paul, a.a.O., S. 181.

<sup>794</sup> Vgl. *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 399.

<sup>795</sup> Vgl. *Commission des Opérations de Bourse* (Hrsg.), a.a.O., S. XXXIV.

<sup>796</sup> Vgl. *Ball*, Helmut, a.a.O., S. 19.

<sup>797</sup> Vgl. o.V.: *Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995*, a.a.O., S. 14.

<sup>798</sup> Vgl. *Desbrières*, Philippe: *Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les Salariés*, a.a.O., S. 31.

<sup>799</sup> Vgl. *Commission des Opérations de Bourse* (Hrsg.), a.a.O., S. XXXVI.

<sup>800</sup> Weitere von der *COB* untersuchte Kritikpunkte waren die Verständlichkeit der gelieferten Informationen, die Ausführlichkeit der Informationen und die Kompliziertheit des Anlagesystems. Vgl. ebenda, S. XXXIII f.

lehnung bei den Arbeitnehmern - 40% der befragten Arbeitnehmer sehen den prioritären Reformbedarf in einer Verkürzung der Anlagefristen.<sup>801</sup>

↳ **Hypothese 4:** Die Renditeerwartungen der in Frankreich am Kapital beteiligten Arbeitnehmer sind bei einer Verkürzung der Sperrfristen geringer.

Ein weiterer Verknüpfungspunkt mit dem Wertgenerator Kapitalkosten ergibt sich durch die Fähigkeit zur Selbstfinanzierung in Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung. Dies ist für die hier behandelte Fragestellung deshalb von Relevanz, weil das Einbehalten von Gewinnen eine wertsteigernde Maßnahme im Sinne des Shareholder Value-Konzeptes sein kann.<sup>802</sup> Dondi stellt jedoch zwischen Beteiligungs- und Nicht-Beteiligungsunternehmen keine signifikanten Unterschiede der Selbstfinanzierungsfähigkeit fest. Die Aktienbeteiligung der Arbeitnehmer hat also keinen positiven Einfluß auf diese Möglichkeit der Innenfinanzierung – ganz im Gegenteil: Für Unternehmen mit geringer Kapitalbeteiligung ist die Fähigkeit zur Selbstfinanzierung signifikant stärker als für Unternehmen mit hoher Kapitalbeteiligung.<sup>803</sup> Sind die Kapitalkosten einer Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen geringer als bei einer Fremdfinanzierung<sup>804</sup>, so ist die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nach dieser Studie also keine Maßnahme zur Reduzierung von Kapitalkosten – diese Aussage bedarf jedoch einer Einschränkung, da sie eben nur für die Form der Selbstfinanzierung Gültigkeit hat.

↳ **Hypothese 5:** Mit zunehmendem Umfang der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nimmt die Möglichkeit der Selbstfinanzierung ab.

Die gesetzlichen Regelungen sehen auch keine Maßnahmen für eine mit der Beteiligung verbundene Verlustbegrenzung vor, die das mit der Anlage verbundene Risiko und somit die Renditeerwartungen der Arbeitnehmer reduzieren würden. Auch lassen sich aus den Rechtsgrundlagen keine Hinweise auf beschäftigungssichernde Effekte der Beteiligung ableiten. Hier liefert jedoch die Empirie zumindest für die Formen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung weiteren Aufschluß: In Unternehmen, die das *intéressement* bzw. die *participation* praktizieren, wurde das Beschäftigungsniveau seltener angepaßt als das Lohnniveau.<sup>805</sup> Dies bestätigt die Annahme, daß jene Formen tatsächlich Bestandteil einer Lohn-

<sup>801</sup> Auf die anderen Kritikpunkte entfielen: Verständlichkeit der gelieferten Informationen (24%), Ausführlichkeit der Informationen (16%), Kompliziertheit des Anlagesystems (15%). Vgl. ebenda.

<sup>802</sup> Vgl. Raster, Max, a.a.O., S. 26 und 115ff.

<sup>803</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 435.

<sup>804</sup> Zur Bewertung der Alternativen Fremd- oder Selbstfinanzierung sowie zu den Vorzügen der Selbstfinanzierung siehe beispielsweise Schwinn, Rolf, a.a.O., S. 994f.

<sup>805</sup> Vgl. Uvalic, Milica: Der „Pepper-Bericht“. Die Förderung der Gewinn- und Ergebnisbeteiligung der Arbeitnehmer in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Gemeinschaft, in: Soziales Europa, Beiheft 3/1991, S. 82.

flexibilisierungs-Strategie sind und deshalb für Unternehmen mit dieser Beteiligung bei schlechter Ertragslage offenbar eine geringere Notwendigkeit besteht, Arbeitnehmer zu entlassen. Allerdings ‚erkaufen‘ sich die Arbeitnehmer die gestiegene Arbeitsplatzsicherheit durch flexiblere Löhne.

Insgesamt zeigt sich also, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich nur wenige Bezugspunkte für eine positive Wirkung auf die Kapitalkosten aufweist. Dies entspricht auch der Einschätzung der Unternehmen: Lediglich 12,5% der von *Dondi* befragten Unternehmen weisen der Beteiligung überhaupt die Funktion eines Finanzierungsinstrumentes zu.<sup>806</sup>

In bezug auf die Realisierung von (Des-)Investitionsvorhaben ist festzustellen: Die gesetzlichen Grundlagen liefern durchaus Ansatzpunkte, den Einflußbereich der beteiligten Arbeitnehmer auf derartige Fragestellungen zu erweitern: Beträgt der Anteil der Arbeitnehmer am Kapital mindestens 5%, kann durch eine außerordentliche Hauptversammlung beschlossen werden, daß diese Arbeitnehmer durch höchstens zwei Vertreter im Aufsichtsrat – zu dessen Aufgabenbereich auch die Entscheidung über (Des-)Investitionsmaßnahmen zählt<sup>807</sup> - repräsentiert werden. Wird in Betrachtung gezogen, daß – mit Ausnahme öffentlicher Unternehmen – eine Vertretung von Arbeitnehmern in den Aufsichtsräten französischer Aktiengesellschaften traditionell nur „verhältnismäßig schwach ausgestaltet“<sup>808</sup> ist, so kann die Aktienbeteiligung durchaus dazu führen, daß die Arbeitnehmer in diesen Gremien stärker repräsentiert werden. Dies allerdings erstens in weit unterparitätischer Form und zweitens nur dann, wenn es auch auf die wohlwollende Zustimmung der übrigen Aktionäre trifft. In der Praxis können aber (Des-)Investitionsentscheidungen vermutlich auch in den meisten Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung von den Beschäftigten nicht verhindert werden: Der Umfang der Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat – sofern diese überhaupt existiert – entspricht lediglich dem durchschnittlichen Kapitalanteil der Arbeitnehmer. Auch scheint diese Art der Interessenvertretung der Arbeitnehmer bei den Unternehmen nur auf geringe Akzeptanz zu treffen - das fakultative Modell einer Beteiligung von Vertretern der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat wurde von 75% der befragten Unternehmen abgelehnt.<sup>809</sup> Die COB erhält vergleichbare Ergebnisse.<sup>810</sup> *Dondi* kommt hier zu dem Schluß: „L'actionnariat des salariés n'est pas perçu comme un moyen de développer la participation des salariés aux décisions.“<sup>811</sup>

---

<sup>806</sup> Vgl. *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 402

<sup>807</sup> Vgl. Charreaux, Gérard; Pitol-Belin, Jean-Pierre: Image et réalités du conseil d'administration, in: *Revue Française de Gestion*, 14. Jg. (1989), Nr. 74, Juni/Juli/August 1989, S. 58.

<sup>808</sup> Fankideiski, Elfi; Breisig, Thomas, a.a.O., S. 383.

<sup>809</sup> Vgl. *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 400

<sup>810</sup> Danach halten nur 24% der befragten Unternehmen eine Vertretung der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer im Aufsichtsrat für nützlich. Vgl. *Commission des Opérations de Bourse* (Hrsg.), a.a.O., S. XII.

<sup>811</sup> *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 400.

↳ **Hypothese 6:** Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung führt nicht dazu, daß die Arbeitnehmer (Des-)Investitionsmaßnahmen verhindern können.

#### 4.1.2.3. Wertgeneratoren Umsatzwachstum und Umsatzrentabilität

Einleitend sei hier *Vaughan-Whitehead* zitiert, der zu dem Schluß kommt, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung „*un accroissement des résultats de l'entreprise*“<sup>812</sup> begünstige: Sämtliche 193 befragten Unternehmen gaben an, daß die Zielsetzungen einer Verbesserung der Unternehmensergebnisse durch diese Beteiligungsform erreicht wurde – entweder völlig (14% der Unternehmen) oder zumindest teilweise (86% der Unternehmen).<sup>813</sup>

Zwischen den gesetzlichen Grundlagen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich und dem Umsatzwachstum der Unternehmen läßt sich kein direkter Zusammenhang herleiten. Allerdings ergibt sich eine indirekte Verbindung, da die Beteiligung angesichts der genannten steuer- und abgabenrechtlichen Vergünstigungen einen Beitrag zur Senkung der Lohnstückkosten leisten kann: Dies ist dann der Fall, wenn die Beteiligung nicht ein zusätzliches Entgelt darstellt, sondern im Zuge einer Lohnflexibilisierungs-Strategie des Unternehmens Bestandteil des regulären Einkommens ist. Die gesunkenen Lohnstückkosten können somit zu einer Preissenkung führen – eine Umsatzsteigerung stellt sich in diesem Fall jedoch nur dann ein, wenn der niedrigere Stückpreis auch eine steigende Absatzmenge bewirkt, die insgesamt zu einem erhöhten Umsatz führt. Einschränkend sei jedoch erneut angemerkt, daß die Beziehung zwischen Herstellungskosten und Verkaufspreis keineswegs eindeutig ist.<sup>814</sup> Detailliertere Hinweise liefert die Studie von *Dondi*, da er das Umsatzwachstum in Beteiligungsunternehmen und Nicht-Beteiligungsunternehmen vergleicht: Es werden zwar zwischen Beteiligungs- und Nicht-Beteiligungsunternehmen keine signifikanten Unterschiede festgestellt, aber bei Beteiligungsunternehmen mit einem hohen Anteilsbesitz der Arbeitnehmer ist die Standardabweichung der errechneten Werte am geringsten.<sup>815</sup>

↳ **Hypothese 7:** Mit zunehmendem Umfang der Kapitalbeteiligung steigt die Wahrscheinlichkeit eines konstanten Umsatzwachstums.

Die Verknüpfungspunkte zur **Umsatzrentabilität**, also dem Verhältnis zwischen Betriebsergebnis und Umsatz, sind eindeutiger – nämlich beispielsweise dann, wenn die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu einer Kostendegression führt. Einen ersten Beitrag vermögen die Rechtsgrundlagen im Bereich der Lohnkosten zu leisten: *Peretti* bezeichnet die Formen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als „les

<sup>812</sup> *Vaughan-Whitehead, Daniel: Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise, a.a.O., S. 195.*

<sup>813</sup> *Vgl. ebenda, S. 196f.*

<sup>814</sup> *Vgl. Schwinn, Rolf, a.a.O., S. 434.*

<sup>815</sup> *Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 442f.*

*périphériques de rémunérations*<sup>816</sup>. Sie sind weder dem Arbeitsgesetz noch dem Sozialversicherungsgesetz unterworfen und werden dementsprechend steuer- und abgabenrechtlich erst bei Überschreiten festgelegter Höchstgrenzen wie der Grundlohn behandelt. Die Gesetzgebung zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung stellt also für die Unternehmen eine Hilfestellung dar, für einen Teil der Entlohnung die in Frankreich vergleichsweise hohen lohnbezogenen Steuern und Sozialabgaben zu umgehen und so die Umsatzrentabilität zu erhöhen. Hinzu kommt, daß die gesetzlichen Regelungen für die Mehrzahl der Beteiligungsformen vorsehen, daß nur jene Arbeitnehmer teilnahmeberechtigt sind und somit in den Genuß von Vergünstigungen kommen, die einerseits bereits eine bestimmte Mindestbetriebszugehörigkeit erreicht haben und andererseits das Unternehmen während der Laufzeit der Anlage nicht verlassen: Für den Fall der Belegschaftsaktien ist beispielsweise eine Mindestbetriebszugehörigkeit von 6 Monaten<sup>817</sup>, im Falle einer Beteiligung im Zuge einer Privatisierung gar von 5 Jahren<sup>818</sup> gesetzlich vorgeschrieben. Darüber hinaus schreiben beispielsweise die Regelungen zu den Belegschaftsaktien vor, daß die gesetzliche Festlegungsfrist der Aktien von 5 Jahren nur dann aufgehoben werden kann, wenn die Beendigung des Arbeitsverhältnisses auf die Initiative des Arbeitgebers, nicht aber des Arbeitnehmers zurückgeht.<sup>819</sup> Die Beteiligung stellt also einen Bleibeanreiz für die Arbeitnehmer dar, der die Fluktuationskosten der Unternehmen senken kann. In der Praxis bestätigt sich dieses Ergebnis der rechtstatsächlichen Analyse – allerdings nur für Unternehmen mit einer niedrigen Kapitalbeteiligung: *Dondi* kommt zwar zu dem Ergebnis, daß zwischen den beiden Hauptgruppen (Beteiligungs- und Nicht-Beteiligungs-Unternehmen) keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich der Umsatzrentabilität bestehen. Er stellt aber gleichzeitig fest, daß die Untergruppe der Unternehmen mit einer niedrigen Beteiligung der Arbeitnehmer eine signifikant höhere Umsatzrentabilität als sämtliche übrigen Gruppen (der Beteiligungsunternehmen sowie der Nicht-Beteiligungsunternehmen) aufweist.<sup>820</sup>

↳ Hypothese 8: Mit zunehmendem Umfang der Kapitalbeteiligung sinkt die Wahrscheinlichkeit einer höheren Umsatzrentabilität.

Ein Grund hierfür mag sein, daß sich Unternehmen mit einem hohen Kapitalanteil der Arbeitnehmer durch eine niedrigere Produktivität ausweisen: Zwar stellen 25% der von *Dondi* befragten Unternehmen als Folge der Beteiligung eine erhöhte Produktivität fest<sup>821</sup>. Die statistische Analyse ergibt jedoch nicht nur, daß zwischen Beteiligungs- und Nicht-Beteiligungsunternehmen bei diesem Indikator keine signifi-

<sup>816</sup> Peretti, Jean-Marie, a.a.O., S. 259.

<sup>817</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 109f.

<sup>818</sup> Vgl. o.V.: Loi de privatisation. Actionnariat et participation des salariés, a.a.O., S. 1.

<sup>819</sup> In letzterem Fall ist der ehemalige Beschäftigte also gezwungen, Kapitalanteile zu halten, ohne für die gesamte Laufzeit in den Genuß von Zuschüssen des Unternehmens zu kommen. Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 120.

<sup>820</sup> Vgl. *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 435.

<sup>821</sup> Vgl. ebenda, S. 334ff.

kanten Unterschiede bestehen – sie kommt auch zu dem Ergebnis, daß in Unternehmen mit einer hohen Kapitalbeteiligung die Produktivität signifikant geringer ist als in Unternehmen ohne eine Kapitalbeteiligung.<sup>822</sup> Insofern wird also die in Zusammenhang mit dem Agency-Problem widergegebene Vermutung, wonach eine derartige Beteiligung zu geringerer Produktivität führe (siehe Kapitel 2.1.3.), bestätigt.

↳ **Hypothese 9:** Mit zunehmendem Umfang der Kapitalbeteiligung steigt die Wahrscheinlichkeit einer abnehmenden Produktivität.

Die gesetzlichen Grundlagen bieten darüber hinaus den Unternehmen die Möglichkeit, den Teilnehmerkreis und die Teilnahmhöhe der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung vom Verhalten der Arbeitnehmer abhängig zu machen: Beim Unternehmenssparplan und den Aktienoptionen schreibt der Gesetzgeber den Kreis der Begünstigten nicht vor – es steht dem Arbeitgeber frei, die Beteiligung des Arbeitnehmers auch von dessen Verdiensten (und damit eventuell auch von dessen ‚Wohlfühlen‘) abhängig zu machen.<sup>823</sup> In der Praxis kann sich dies positiv auf die Umsatzrentabilität auswirken: *Brown/Fakhfakh/Sessions* stellten bei einer Untersuchung von 127 Unternehmen in Frankreich fest, daß in jenen Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung die Absentismusrate signifikant - annähernd 14% - unter derjenigen in Unternehmen ohne diese Beteiligungsform lag.<sup>824</sup> Dies wird auch durch die Studie von *Vaughan-Whitehead* bestätigt.<sup>825</sup> Ein Grund hierfür mag darin liegen, daß in der betrieblichen Realität die Absentismusrate des einzelnen Arbeitnehmers zumindest bis zu der Gesetzesänderung im Jahre 1994 regelmäßig als Kriterium für eine Beteiligungshöhe im Rahmen des *intéressement* herangezogen wurde.<sup>826</sup>

↳ **Hypothese 10:** Eine vom individuellen Arbeitsverhalten abhängige Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung führt eher zu Kosteneinsparungen als eine nicht-selektive Beteiligung aller Arbeitnehmer.

#### 4.1.3. Analyse aus Sicht der Stakeholder

Nach dem Stakeholder Value-Konzept erfolgt eine Wertsteigerung des Unternehmens dann, wenn es dem Unternehmen gelingt, geeignete Maßnahmen im Um-

<sup>822</sup> Vgl. ebenda, S. 434.

<sup>823</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 80 und Schutz, Pia, a.a.O., S. 87f.

<sup>824</sup> Vgl. Brown, Sarah; Fakhfakh, Fathi; Sessions, John G.: Absenteeism and Employee Sharing: An Empirical Analysis Based on French Panel Data, 1981-1991, in: *Industrial and Labor Relations Review*, 52. Jg. (1999), Nr. 2, S. 247.

<sup>825</sup> Vgl. Vaughan-Whitehead, Daniel: *Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise*, a.a.O., S. 192ff.

<sup>826</sup> Vgl. Boulmier, Daniel: *Intéressement des salariés*, in: *Semaine Sociale Lamy*, Nr. 729 (1995), 30. Januar 1995, S. D 17.



gang mit den Stakeholdern zu finden. Im zweiten Kapitel der Arbeit wurden für ausgewählte strategische Stakeholdergruppen (Arbeitnehmer, Eigenkapitalgeber und Kunden) Unter- und Oberziele definiert, die der Austauschbeziehung mit dem Unternehmen zugrunde liegen. Die Unterziele nehmen dabei die Funktion von Wertgeneratoren ein.

#### 4.1.3.1. Arbeitnehmer

Für die Gruppe der Arbeitnehmer wurden vier zentrale Wertgeneratoren (in Form der Unterziele Einkommen, Arbeitsplatzsicherheit, Arbeitsbedingungen und Arbeitszufriedenheit) identifiziert, deren Befriedigung zum Oberziel ‚Lebensqualität‘ beiträgt.

Für die Wirkungen der Aktienbeteiligung auf die Wertgeneratoren der Arbeitnehmer ist zunächst festzustellen: Die günstigen steuer- und abgabenrechtlichen Rahmenbedingungen führen offenbar dazu, daß aus Sicht der Unternehmen der besondere Anreiz der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in ihrem Beitrag zur Entgeltgestaltung liegt. Wie die Untersuchung der COB zeigt, scheinen andere mögliche Zielsetzungen wegen dieses Anreizes in den Hintergrund zu treten - stimmten 75% der befragten Unternehmen doch der Aussage zu, daß in den Formen der direkten und indirekten Beteiligung „*avant tout un instrument de la politique de rémunération des salariés dans un cadre fiscal favorable*“ zu sehen sei.<sup>827</sup>

↳ **Hypothese 11:** Mit zunehmenden steuer- und abgabenrechtlichen Vergünstigungen steigt die Wahrscheinlichkeit, daß Unternehmen die mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verbundenen Zielsetzungen auf das Einsparen von Personalkosten reduzieren.

##### 4.1.3.1.1. Wertgenerator Einkommen

Für keine der beschriebenen Beteiligungsformen verlangt der Gesetzgeber, daß es sich hierbei um ein zusätzliches Einkommen der Arbeitnehmer handeln muß.<sup>828</sup> Insofern bieten die Rechtsgrundlagen den Unternehmen also die Möglichkeit, die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als Ersatz für fixe Lohnbestandteile zu verwenden. Wie wirkt sich diese Gestaltungsfreiheit in der Praxis aus?

<sup>827</sup> 15% vermeinten diese Aussage eher, 2% lehnten sie völlig ab und 7% gaben keine Antwort. Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. XIII.

<sup>828</sup> Dies gilt, wenn auch mit leichten Einschränkungen, ebenfalls für das *intéressement*. Während in der ursprünglichen Verordnung Ende der 50er Jahre noch genau diese Bedingung festgeschrieben war, nennt die aktuelle Gesetzgebung zwar auch heute noch diesen Grundsatz. Gleichzeitig werden aber zu erfüllende Voraussetzungen vorgegeben, die ein Abweichen gestatten: Beispielsweise, wenn hierüber ein Abkommen zwischen dem Unternehmen und einzelnen Arbeitnehmern getroffen wird oder eine entsprechende Vereinbarung in dem kollektiven Abkommen über das *intéressement* geschlossen wird. Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 46f.

Für die Formen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ist festzustellen: Sie führen angesichts ihres Flexibilisierungspotentials nicht nur zu einer geringeren Konstanz des Einkommens (88% der von *Vaughan-Whitehead* befragten Unternehmen gaben an, daß das *intéressement* zu einer größeren Entgeltflexibilität beiträgt<sup>829</sup>), sondern auch zu insgesamt niedrigeren Grundlöhnen: *Fakhfakh/Mabille* stellen für das *intéressement* fest, daß in Unternehmen mit dieser Beteiligung die Lohnforderungen der Arbeitnehmer bzw. die durch die Unternehmensleitungen beschlossenen Lohnerhöhungen im Vergleich zu Unternehmen ohne diese Beteiligung moderater ausfallen.<sup>830</sup> Die Bedeutung dieser Lohnformen für das Einkommen der Arbeitnehmer zeigt auch folgendes Ergebnis: Danach befragt, welche Entgeltbestandteile sie heranziehen würden, um ihr Einkommen mit dem von Beschäftigten anderer Unternehmen zu vergleichen, nannten ungefähr 40% der von *Vaughan-Whitehead* befragten Arbeitnehmer die Formen des *intéressement* und der *participation*.<sup>831</sup> Insofern kann geschlossen werden: Die Formen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bergen weniger das Potential einer Einkommenserhöhung, sondern eher die mit einer Einkommensflexibilisierung verbundenen Chancen und Risiken - die Grundlöhne sind angesichts der Flexibilisierung insgesamt niedriger, wodurch bei unbefriedigender Ertragslage des Unternehmens und einer entsprechend geringen Beteiligungshöhe der Wertgenerator Einkommen negativ beeinflußt werden kann. Insofern kommt gerade dann, wenn die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Zuge dieser Formen der Gewinnbeteiligung erfolgt, der Kursentwicklung der Anteile für das Einkommen der Arbeitnehmer eine besondere Bedeutung zu.

↳ **Hypothese 12:** Je eindeutiger die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung die Verwendung variabler Lohnbestandteile darstellt, desto bedeutsamer ist die Kursentwicklung der Anteile für das Einkommensinteresse der Arbeitnehmer.

Für die direkte Aktienbeteiligung ergibt sich aufgrund der empirischen Untersuchungen ein abgewandeltes Bild: Nur 15% der Arbeitnehmer benennen sie als ein relevantes Kriterium, um ihr Einkommen mit dem von Arbeitnehmern anderer Unternehmen zu vergleichen.<sup>832</sup> Dem entspricht auch die Sichtweise der Unternehmen: Hier liegt der Anteil derjenigen, die der direkten Aktienbeteiligung die Funktion eines Lohnflexibilisierungsinstruments zuschreiben, bei 0%.<sup>833</sup> *Brillet*<sup>834</sup> – der in seiner Untersuchung von 41 französischen Unternehmen zu vergleichbaren

<sup>829</sup> Vgl. *Vaughan-Whitehead, Daniel: Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise, a.a.O., S. 195.*

<sup>830</sup> Vgl. *Fakhfakh, Fathi; Mabille, Sylvie, a.a.O., S. 228f.*

<sup>831</sup> Vgl. *Vaughan-Whitehead, Daniel: Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise, a.a.O., S. 186f.*

<sup>832</sup> Auf das monatliche Gehalt entfielen 86%, auf reguläre Prämien (z.B. das 13. Monatsgehalt) 76%, auf das *intéressement* 44% und die *participation* 41%. Vgl. ebenda.

<sup>833</sup> Vgl. ebenda, S. 196f.

<sup>834</sup> Vgl. *Brillet, Franck: Pratique de l'actionnariat, in: Personnel, Nr. 397 (1999), Februar/März 1999, S. 61-70.*

Ergebnissen kommt – schließt daraus: Während die Formen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eng an die Entgeltpolitik des Unternehmens gebunden sind und zuvorderst als Instrument einer ‚stratégie salariale‘ dem Ziel einer kollektiven Lohnflexibilisierung dienen sollen, wird die direkte Aktienbeteiligung eher von der Entgeltpolitik des Unternehmens losgelöst praktiziert: „La participation au capital semble, certes, relever du niveau stratégique mais est beaucoup plus associée à d'autres types d'objectifs“<sup>835</sup>. Hier soll nach *Brillet* den Arbeitnehmern ein über das bestehende Entgelt hinausgehender individueller Anreiz geboten werden, beispielsweise mit der Zielsetzung, die Attraktivität des Unternehmens für Bewerber zu erhöhen oder die Fluktuationsrate zu reduzieren.<sup>836</sup> Dieser individuelle Anreiz wirkt angesichts der bereits genannten Zuwendungen des Unternehmens zur Vermögensbildung und der Renditen der Anlage positiv auf den Wertgenerator Einkommen der Arbeitnehmer: Die Untersuchung der COB ergab, daß 62% der Arbeitnehmer, die direkt Aktien besitzen, mit der Rendite dieser Anlage zufrieden sind. Nur 7% zeigten sich völlig unzufrieden.<sup>837</sup> Dies bedeutet jedoch nicht, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ein ‚Geschenk‘ des arbeitgebenden Unternehmens ist: Sie dient zwar nicht der Lohnflexibilisierung, führt aber offensichtlich zu geringeren Lohnsteigerungen. Denn eine 1999 veröffentlichte Untersuchung der COB bei 150 französischen Unternehmen kam zu dem Ergebnis, daß aus Sicht der Betriebe ein Hauptvorteil der Beteiligung darin liegt, daß sich die Motivation der Arbeitnehmer auch ohne Lohnerhöhungen steigern läßt.<sup>838</sup>

↳ **Hypothese 13:** Stammen die Anlagebeträge der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung aus dem *intéressement* oder *participation*, ist die Wahrscheinlichkeit eines steigenden Einkommens der Arbeitnehmer geringer als bei einer direkten Aktienbeteiligung.

Soll das Einkommen aus Sicht des Arbeitnehmers jedoch der kurz- bis mittelfristigen Bedarfsdeckung dienen, sind sämtliche gesetzliche Regelungen zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich als nachteilig zu bewerten: Eine Anlage von Aktien in einem Unternehmenssparplan sieht eine Festlegungsfrist von mindestens 3 Jahren vor.<sup>839</sup> Bei Belegschaftsaktien beträgt die gesetzliche Festlegungsfrist, die zugleich Voraussetzung für Steuervorteile ist, 5 Jahre<sup>840</sup>. Bei Aktienoptionen entscheidet zwar die Hauptversammlung über einzuhaltende Fristen bis zur Ausübung des Optionsrechtes und über Festlegungsfristen nach dem Bezug der Aktien -

<sup>835</sup> Ebenda, S. 67.

<sup>836</sup> Vgl. ebenda, S. 67f.

<sup>837</sup> Die übrigen Nennungen waren: 19% der beteiligten Arbeitnehmer gaben an, mit den Erträgen wenig zufrieden sein, 12% gaben keine Antwort. Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. XXXIII.

<sup>838</sup> Vgl. Besses-Boumard, Pascale: Les sociétés cotées découvrent les vertus multiples de l'actionariat salarié, in: Les Echos, Nr. 17906 (1999, 26. Mai 1999). S. 37.

<sup>839</sup> Vgl. o.V.: Participation et intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, a.a.O., S. 14.

<sup>840</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 112.

Steuervorteile werden jedoch auch hier grundsätzlich erst gewährt, wenn eine mindestens 5-jährige Frist bis zur Ausübung des Optionsrechts eingehalten wurde.<sup>841</sup> Ähnliche Festlegungsfristen sind bei Gratisaktien, bei Aktienbeteiligungen im Zuge von Privatisierungen und auch bei Übernahmen von Unternehmen durch die Belegschaft vorgesehen. Daß die langen Sperrfristen bei den Arbeitnehmern auf Ablehnung stoßen, zeigen empirische Untersuchungen: Die überwiegende Mehrheit der Arbeitnehmer wünscht eine schnellere Verfügbarkeit der Anlagebeträge.<sup>842</sup> Insofern bestätigt sich Hypothese 4

Die Untersuchung der COB kommt jedoch zu dem Ergebnis, daß bei älteren Arbeitnehmern die Sensibilisierung für die Unsicherheit bestehender Systeme der Altersversorgung offenbar höher ist: Von dieser Arbeitnehmer-Kategorie wird der Vorzug der Aktienbeteiligung weniger in der kurz- bis mittelfristigen Bedürfnisbefriedigung gesehen, sondern eher in ihrem Beitrag zur Altersversorgung.<sup>843</sup>

↳ **Hypothese 14:** Soll die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung der Altersversorgung dienen, nimmt die Wahrscheinlichkeit negativer Auswirkungen von Sperrfristen auf die Attraktivität der Beteiligung ab.

#### 4.1.3.1.2. Wertgenerator Arbeitsplatzsicherheit

Aufgrund der rechtstatsächlichen Analyse ist zunächst festzustellen, daß mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung keine flankierenden Maßnahmen zur Beschäftigungssicherung verbunden sind. Deshalb ist zu überprüfen, ob die Beteiligung zumindest aufgrund ihrer Wirkungen einen entsprechenden Beitrag leisten kann. Hierfür wurden bereits einerseits deren Beitrag zu einer Kostensenkung des Unternehmens – sei es durch niedrigere Personalkosten oder geringere Kapitalkosten – und andererseits eine Verbesserung der Krisenfestigkeit des Unternehmens als zentrale Bedingungen dargestellt.

Wie bereits thematisiert wurde, eröffnen die gesetzlichen Regelungen den Unternehmen durchaus die Möglichkeit, die Beteiligung als ein Instrument zur Lohnflexibilisierung anzuwenden. In der Praxis zeigt sich jedoch, daß nur den Formen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eine entsprechende Funktion zukommt.<sup>844</sup> Für die Formen der direkten Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zeigt sich kein eindeutiges Bild: Die Untersuchung von *Brillet* ergibt zwar, daß die befragten Unternehmen gerade im Erhalt und Schaffen von Arbeitsplätzen ein prioritäres Ziel der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung sehen.<sup>845</sup> Offen bleibt hier allerdings, in welcher Weise dies durch die Beteiligung erreicht werden soll. Denn nach der Studie von *Dondi* führt die Beteiligung in der Praxis nicht zu einer Kosten-

---

<sup>841</sup> Vgl. ebenda, S. 90.

<sup>842</sup> Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. XXXVI.

<sup>843</sup> Vgl. ebenda.

<sup>844</sup> Vgl. Uvalic, Milica, a.a.O., S. 82.

<sup>845</sup> Vgl. Brillet, Franck, a.a.O., S. 67f.

senkung - weder durch niedrigere Kapitalkosten noch durch eine signifikant höhere Produktivität. Und da die Vertretung von Arbeitnehmer-Aktionären im Aufsichtsrat – sofern dieses fakultative Modell überhaupt gewählt wurde - in jedem Fall weit unterparitätisch ist, lassen sich auch in diesem Bereich keine Ansatzpunkte für eine substantielle Einflußnahme der Arbeitnehmer auf die Arbeitsplatzsicherheit herleiten.

Allerdings ergibt sich aufgrund der Rechtsgrundlagen eine Verbindung zur Krisenfestigkeit der Unternehmen: Für Beteiligungen im Rahmen von Belegschaftsaktien und Aktienoptionen ist neben dem Ankauf eigener Aktien auch in Frankreich die Möglichkeit von Kapitalerhöhungen vorgesehen, die zu erfüllenden Bedingungen sind jedoch weniger restriktiv als bei einer Kapitalerhöhung, deren Anteile nicht nur den Arbeitnehmern vorbehalten bleiben.<sup>846</sup> Durch diese Verbesserung der Eigenkapitalausstattung kann die Krisenfestigkeit der Unternehmen gestärkt werden. Die empirischen Ergebnisse hierzu sind aber uneindeutig: Die von *Dondi* befragten Unternehmen weisen der Beteiligung zwar nicht die Funktion eines Instrumentes zur Verstärkung der Eigenkapitalbasis zu.<sup>847</sup> Er stellt aber fest, daß Unternehmen mit einem hohen Anteilsbesitz der Arbeitnehmer ein konstanteres Umsatzwachstum aufweisen als die Unternehmen der übrigen Gruppen.<sup>848</sup> Außerdem kommt er aufgrund einer Berechnung von Standardabweichungen verschiedener Kennzahlen<sup>849</sup> von Beteiligungs- und Nichtbeteiligungsunternehmen zu folgendem Ergebnis: „*Il semble que l'on puisse dire que le groupe le plus risqué est constitué dans tous les cas par les entreprises n'ayant pas ouvert le capital à leurs salariés.*“<sup>850</sup> - Beteiligungsunternehmen sind also insgesamt offensichtlich einem geringeren Risiko ausgesetzt.

↳ **Hypothese 15:** Wegen der höheren Wahrscheinlichkeit eines konstanteren Umsatzwachstums und einer geringeren Krisenanfälligkeit ist die Arbeitsplatzsicherheit in Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung höher als in Unternehmen ohne diese Beteiligungsform.

#### 4.1.3.1.3. Wertgenerator Arbeitsbedingungen

Die Einflußmöglichkeiten der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer auf die Arbeitsbedingungen hängen vor allem von entsprechenden flankierenden gesetzlichen Regelungen ab. Die Rahmenbedingungen in Frankreich bieten hierfür jedoch nahezu keine Ansatzpunkte: Die Rechte der beteiligten Arbeitnehmer entsprechen weitestgehend denjenigen der externen Aktionäre; Einfluß- und Entscheidungsmöglichkeiten im Bereich der Arbeitsbedingungen sind nicht enthalten. Die Interessenvertretungsorgane der Arbeitnehmer sind bei der Konzeption der Arbeitnehmer-

<sup>846</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 110f.

<sup>847</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 347.

<sup>848</sup> Vgl. ebenda, S. 442f.

<sup>849</sup> Eigenkapitalrentabilität, Umsatzrentabilität, Gewinnmarge, Umsatz und Unternehmensergebnis. Vgl. ebenda, S. 437.

<sup>850</sup> Vgl. ebenda, S. 441.

Aktienbeteiligung überhaupt nicht einzubeziehen, also auch nicht der zuständige Ausschuß für Gesundheit, Sicherheit und Arbeitsbedingungen. Die Gesetzgebung sieht lediglich vor, daß bei einem Kapitalanteil der Arbeitnehmer von mindestens 5% die Hauptversammlung beschließen kann, daß die Arbeitnehmer-Aktionäre in dem – bei großen Aktiengesellschaften regelmäßig 18-köpfigen – Aufsichts- oder Verwaltungsrat durch zwei Vertreter repräsentiert werden.<sup>851</sup> Aspekte der Arbeitsbedingungen fallen jedoch ohnehin regelmäßig nicht in den Aufgabenbereich dieser Gremien. Dieses Bild bestätigt sich in der Praxis: Nach der Untersuchung der COB sind annähernd zwei Drittel der Arbeitnehmer der Ansicht, daß die Aktienbeteiligung nicht zu einer zufriedenstellenden Vertretung ihrer Interessen in ihrer Eigenschaft als Arbeitnehmer führt.<sup>852</sup> Hinzu kommt, daß die Beteiligung in 18,2% der Unternehmen zu einer „*desyndicalisation*“<sup>853</sup> führte – also zu einem Rückgang der gewerkschaftlichen Machtbasis in den Unternehmen.

↳ **Hypothese 16:** Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung führt nicht dazu, daß der Einfluß der Arbeitnehmer auf die Arbeitsbedingungen erhöht wird.

#### 4.1.3.1.4. Wertgenerator Arbeitszufriedenheit

Für eine positive Wirkung auf die Arbeitszufriedenheit wurden der mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verbundene finanzielle Anreiz, das Recht zur Teilhabe an Entscheidungen und ein ausreichendes Informationsniveau als zentrale Voraussetzungen genannt. Deren Relevanz für die Arbeitszufriedenheit wird durch *Vaughan-Whitehead* bestätigt: Die Arbeitnehmer waren mit der Beteiligung dann besonders zufrieden, wenn sie sich ausreichend informiert und auch „am Leben des Unternehmens“ beteiligt fühlten<sup>854</sup>.

↳ **Hypothese 17:** Wenn die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auch zu Informations- und Entscheidungsrechten führt, steigt die Wahrscheinlichkeit einer Arbeitszufriedenheit der Arbeitnehmer.

Die rechtstatsächliche Analyse kommt zu folgenden Ergebnissen: Eine Zunahme der Arbeitszufriedenheit aufgrund eines grundsätzlich gestiegenen Einkommens läßt sich aus den gesetzlichen Grundlagen – wie bereits beschrieben – nicht ableiten. Allerdings erweist sich in der Praxis, daß die Formen der direkten Aktienbeteiligung durchaus zu einer Einkommenserhöhung der Arbeitnehmer führen.

<sup>851</sup> Vgl. o.V.: Law on participation and 'time savings', a.a.O., S. 25.

<sup>852</sup> 28% der Arbeitnehmer, die über einen FCPE am Kapital beteiligt waren, zeigten sich sehr oder einigermaßen mit der Vertretung ihrer Interessen zufrieden. Bei den Arbeitnehmern, die direkt Aktien besitzen, lag der Wert mit 23% niedriger. Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. XII und XXXV.

<sup>853</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 410.

<sup>854</sup> Vgl. Vaughan-Whitehead, Daniel: Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise, a.a.O., S. 172.

In bezug auf Entscheidungs- und Informationsrechte läßt jedoch bereits die Analyse der Rechtsgrundlagen den Schluß zu, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu einer Verbesserung führt: Die gesetzlichen Regelungen sehen vor, daß die Arbeitnehmer bei einer Zustimmung der Hauptversammlung durch Vertreter im Aufsichts- oder Verwaltungsrat repräsentiert werden können. Eine derartige Vertretung hielten 87% der beteiligten Arbeitnehmer für wünschenswert – auf Seite der Arbeitgeber waren es jedoch nur 24%.<sup>855</sup> Dementsprechend wurden in 85% der von *Vaughan-Whitehead* untersuchten Unternehmen seitens der Arbeitnehmer die mit der Beteiligung verbundenen Möglichkeiten zur Einflußnahme auf Entscheidungen für zu gering gehalten<sup>856</sup> - obwohl nach der Untersuchung der *COB* in immerhin 49% der Unternehmen die am Kapital beteiligten Arbeitnehmer angaben, durch Vertreter im Aufsichtsrat repräsentiert zu sein.<sup>857</sup> Doch dieses Ergebnis eines auf den ‚ersten Blick‘ hohen Beteiligungsniveaus in diesem Gremium bedarf zweierlei Einschränkungen: Einerseits bleibt ungeklärt, wie hoch der Anteil an Unternehmen ist, in denen diese Vertreter auch mit einem Stimmrecht ausgestattet sind – denn es besteht auch die Möglichkeit, daß sie lediglich einen Beobachterstatus mit beratender Funktion haben.<sup>858</sup> Andererseits sind keine Erkenntnisse dazu vorhanden, ob das Rollenverständnis dieser Vertreter von Arbeitnehmer- oder Kapitaleignerinteressen geprägt ist.

Eine herausragende Bedeutung kommt allerdings den mit Vertretern der Arbeitgeber und Arbeitnehmer paritätisch besetzten *FCPE* zu: Die an einem *FCPE* beteiligten Arbeitnehmer müssen durch den Aufsichtsrat des Fonds über dessen Wertentwicklung informiert werden. Sie können auch dazu beitragen, den Informationsstand der Arbeitnehmer zu erhöhen – für *Maillard* dienen sie deshalb auch als „*relais entre le chef d'entreprise ... et les salariés*“<sup>859</sup>. Daß die Fonds in der Praxis tatsächlich dazu führen, daß die Arbeitnehmer sich stärker für das Unternehmen interessieren und auch an Entscheidungen teilnehmen, zeigt folgendes Ergebnis: Nur 9% der Arbeitnehmer, die im direkten Besitz von Aktien sind, nahmen immer oder zumindest häufig an den Hauptversammlungen ihres Unternehmens teil. 31% nahmen ihr Stimmrecht wahr, hiervon übertrugen 32% ihr Stimmrecht an Dritte. Ein anderes Bild zeigt sich dann, wenn die Arbeitnehmer über einen *FCPE* am Aktienkapital beteiligt sind. Dies ist die in der Praxis am häufigsten beobachtbare Form der Beteiligung, denn nach der Untersuchung der *COB* erfolgte in 70% der Unternehmen die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht direkt, sondern indirekt über einen

---

<sup>855</sup> Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. XII und XXXVII.

<sup>856</sup> Vgl. *Vaughan-Whitehead, Daniel: Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise*, a.a.O., S. 182ff.

<sup>857</sup> 40% der befragten Arbeitnehmer konnten hierzu keine Auskunft geben, 3% gaben überhaupt keine Antwort und 8% verneinten die Frage nach einer Präsenz von Vertretern der Arbeitnehmer-Aktionäre im Aufsichtsrat. Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. XXXVII.

<sup>858</sup> Vgl. *Tézenas du Montcel, Anne*, a.a.O., S. 60.

<sup>859</sup> *Maillard, Paul*, a.a.O., S. 181.

*FCPE*.<sup>860</sup> Hier nahmen 26% an den Hauptversammlungen teil und 40% nahmen ihr Stimmrecht wahr – wobei nur 27% ihr Stimmrecht übertrugen.<sup>861</sup> Den Fonds scheint also tatsächlich – in Anlehnung an *Maillard* – die Funktion eines „relais“<sup>862</sup> zuzukommen. Denn offensichtlich sind es die an einem *FCPE* beteiligten Arbeitnehmer, die sich stärker für das Unternehmen interessieren und an Entscheidungen teilnehmen.

Doch auch wenn die Variante des Nicht-Rückübertragens von Stimmrechten gewählt wird, vermag die Konstruktion eines *FCPE* in der Praxis durchaus dazu führen, die Einflußmöglichkeiten der Arbeitnehmer zu organisieren und zu bündeln: Nach *Maillard* steht es ihnen aufgrund der Rechtsgrundlagen beispielsweise durchaus offen, vor Beginn der Hauptversammlungen eine eigene Versammlung der beteiligten Arbeitnehmer durchzuführen, um sie über das Abstimmungsverhalten des Fonds zu den geplanten Tagesordnungspunkten der Hauptversammlungen entscheiden zu lassen. Derartige Beispiele sind nach *Maillard* in der Praxis vorhanden.<sup>863</sup> Deshalb kommt wohl auch die *COB* zu dem Schluß, daß die *FCPE* zu einer „*implication plus forte que celles des autres actionnaires individuels*“<sup>864</sup> führt.

↳ **Hypothese 18:** Durch die Konstruktion eines betrieblichen Anlagefonds wird die Umsetzung von Informations- und Entscheidungsrechten der Arbeitnehmer-Aktionäre stärker gefördert als bei einer direkten Aktienbeteiligung.

Eine weitere Verbindung zur Arbeitszufriedenheit kann sich durch positive Auswirkungen der Beteiligung auf das Betriebsklima ergeben. Zwar lassen sich aus den Rechtsgrundlagen keine direkten Verknüpfungspunkte identifizieren, aber immerhin 52% der von *Dondi* befragten Unternehmen stellen fest, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu einem verbesserten „*climat social*“ geführt habe.<sup>865</sup> Zu einer anderen Beurteilung kommen allerdings die betroffenen Arbeitnehmer: Die Studie von *Vaughan-Whitehead* ergibt nämlich, daß lediglich 16% der betroffenen Arbeitnehmer als Folge der Beteiligung eine Verbesserung des Betriebsklimas feststellen.<sup>866</sup>

#### 4.1.3.2. Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre

Für diese Gruppe wurden als bedeutendste Wertgeneratoren Gewinninteressen sowie Einfluß- und Kontrollinteressen identifiziert. Aufgrund der Untersuchung von

<sup>860</sup> Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. X.

<sup>861</sup> Vgl. ebenda, S. XXXf.

<sup>862</sup> Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 181.

<sup>863</sup> Vgl. ebenda, S. 286.

<sup>864</sup> Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. XXX.

<sup>865</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 335.

<sup>866</sup> Vgl. Vaughan-Whitehead, Daniel: Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise, a.a.O., S. 166. 36% verneinten einen derartigen Zusammenhang, die restlichen Arbeitnehmer waren ohne eine Meinung.



*Dondi* ist einleitend festzustellen, daß in keinem der befragten Unternehmen eine grundsätzliche Ablehnung der übrigen Aktionäre gegenüber der Beteiligung vorhanden ist. Lediglich in 7,2% der Unternehmen gibt es auch kritischere Stimmen gegenüber der Einführung einer Aktienbeteiligung, sie werden von den befragten Unternehmen jedoch als „*peu importante*“<sup>867</sup> klassifiziert. Diese insgesamt zumindest als neutral einzustufende Haltung der übrigen Aktionäre könnte schon als alleiniges Indiz dafür dienen, daß diese Eigenkapitalgeber ihre Interessen durch die Beteiligung der Arbeitnehmer offensichtlich nicht substantiell bedroht sehen.

#### 4.1.3.2.1. Wertgenerator Gewinn

Für den Aspekt der Gewinninteressen ist hier zu überprüfen, welche Verknüpfungspunkte zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich und dem Wert der Kapitalanteile bzw. der Dividende vorhanden sind. Ein erster negativer Zusammenhang ergibt sich aufgrund der Rechtsgrundlagen insbesondere dann, wenn die Beteiligung nicht durch den Ankauf eigener Aktien, sondern im Zuge einer Kapitalerhöhung erfolgt: In Frankreich ist hierfür der Beschluß einer außerordentlichen Hauptversammlung notwendig, womit die Aktionäre gleichzeitig dem Ausschluß ihres Bezugsrechts zustimmen. Den Aktionären muß zwar auf der Hauptversammlung eine sehr detaillierte Begründung über den Bezugsrechtsausschluß und die einzelnen Modalitäten der geplanten Beteiligung gegeben werden, allerdings ist nur eine Mehrheit von zwei Dritteln des anwesenden Kapitals für eine Zustimmung notwendig – in Deutschland liegt diese Hürde beispielsweise mit drei Vierteln höher. Die wenig kritische Einstellung der übrigen Aktionäre kann zunächst dadurch erklärt werden, daß in Frankreich die Beteiligung im Zuge einer Kapitalerhöhung eher den Ausnahmefall darzustellen scheint: In 72,5% der von *Dondi* untersuchten Unternehmen stammen die für die Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer bestimmten Aktien aus einem Rückkauf eigener Aktien durch das Unternehmen.<sup>868</sup> Der Erwerb eigener Anteile führt aber regelmäßig zu einer Höherbewertung der Aktien<sup>869</sup> und liegt somit ohnehin im Gewinninteresse der übrigen Aktionäre. Deshalb wird in Frankreich – unabhängig von einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung – der Erwerb eigener Aktien durch die Unternehmen zunehmend mit dem Ziel der Kurspflege praktiziert.<sup>870</sup>

Für die Kosteneffekte der Beteiligungen ist festzustellen: Die erheblichen Vergünstigungen im Bereich der Steuern und Sozialabgaben gelten in jedem Fall – unabhängig davon, ob die Beteiligung einen Teil des bisherigen Einkommens ersetzt oder ob sie ein zusätzliches Einkommen darstellt. Nur in ersterem Fall kann jedoch schon einzig aufgrund der Rechtsgrundlagen geschlossen werden, daß die Beteiligung zu einer Kostensenkung des Unternehmens und damit zu einer steigenden

<sup>867</sup> Vgl. *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 406.

<sup>868</sup> Darüber hinaus wurde die Frage, ob für die Zukunft eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Zuge einer Kapitalerhöhung geplant sei, nur von 18,2% der Unternehmen bejaht. Vgl. ebenda, S. 347f

<sup>869</sup> Vgl. *Boemle*, Max: Unternehmensfinanzierung, 11. Aufl., Zürich 1995, S. 601ff.

<sup>870</sup> Vgl. *Besses-Boumard*, Pascale; *Hénisse*, Pascal: Le rachat d'actions au secours de la valeur actionariale, in: *Les Echos*, Nr. 17248 (1996), 8. Oktober 1996, S. 26

Rendite für die Aktionäre beitragen kann. Insofern lassen sich anhand der Gesetze keine eindeutigen Schlußfolgerungen treffen, ob die Gewinninteressen der übrigen Eigenkapitalgeber durch die Beteiligung positiv oder negativ beeinflusst werden. Die hierfür u.a. ausschlaggebenden einzelnen Durchführungsregelungen, über die die Aktionäre auf der Hauptversammlung zu entscheiden haben, sind nicht Gegenstand gesetzlicher Regelungen. Aus der empirischen Untersuchung von *Dondi* läßt sich jedoch schließen, daß die Gewinninteressen der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre durch eine Investition in ein Unternehmen mit dieser Beteiligungsform durchaus positiv berührt werden können: Ein Vergleich der Eigenkapitalrentabilitäten – also dem Verhältnis zwischen pagatorischem Gewinn und Eigenkapital – ergibt, daß diese in sämtlichen Untergruppen der Beteiligungsunternehmen höher sind als in Nicht-Beteiligungsunternehmen, wobei die Rentabilität jedoch mit zunehmendem Kapitalbesitz der Arbeitnehmer wieder abnimmt.<sup>871</sup> Dieser Kennzahl, die gerade für die hier betrachtete Gruppe der Unternehmenseigner von herausragender Bedeutung ist<sup>872</sup>, kommt innerhalb seiner Untersuchung eine Sonderstellung zu: Denn es handelt sich hierbei um den einzigen von ihm untersuchten Indikator, für den er signifikante Unterschiede zwischen den beiden Obergruppen feststellte.

↳ **Hypothese 19:** Die Verzinsung des investierten Kapitals ist in Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung höher als in Unternehmen ohne diese Beteiligungsform.

Allerdings führt dies offensichtlich nicht dazu, daß Beteiligungsunternehmen an der Börse höher bewertet werden als Nicht-Beteiligungsunternehmen: *Dondi* stellt zwischen beiden Obergruppen für den Zeitraum von 3 Jahren nach der Einführung keine signifikanten Unterschiede bei der Entwicklung des Börsenwerts der Anteile fest.<sup>873</sup>

↳ **Hypothese 20:** Eine Investition in ein Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung erhöht nicht die Wahrscheinlichkeit, höhere Kursgewinne zu erzielen.

Insofern kann auch für die im ersten Kapitel dieser Arbeit erwähnten Börsenindizes, die ausschließlich Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung einbeziehen, geschlossen werden: Zumindest für einen Zeitraum von bis zu drei Jahren kann eine im Vergleich zu anderen Unternehmen höhere Börsenbewertung nicht durch eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung erklärt werden.

<sup>871</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S.428f.

<sup>872</sup> Vgl. Kußmaul, Heinz: Externes Rechnungswesen, in: Corsten, Hans; Reiß, Michael (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre, München/Wien 1994, S. 600.

<sup>873</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 427.

#### 4.1.3.2.2. Wertgenerator Einfluß und Kontrolle

Die Rechtsgrundlagen machen keine Vorgaben über den Umfang des Arbeitnehmer-Aktienanteils. Lediglich im Falle der Privatisierung von Staatsunternehmen muß den Arbeitnehmern eine Tranche in Höhe von 10% des zu privatisierenden Kapitals zur Zeichnung angeboten werden. Dennoch sind zahlreiche Barrieren in den Gesetzestexten verankert, die dazu geeignet sind, den Arbeitnehmer-Anteil zu beschränken: Für den Unternehmenssparplan sind beispielsweise die Arbeitgeberzuschüsse auf das Dreifache des Arbeitnehmersparbetrages beschränkt, die Höchstgrenze liegt bei 22.500 FF jährlich.<sup>874</sup> Eine Kapitalerhöhung für die Ausgabe von Belegschaftsaktien darf einschließlich anderer Kapitalerhöhungen in den vergangenen 4 Jahren 20% des Unternehmenskapitals nicht übersteigen<sup>875</sup>, der einzelne Arbeitnehmer darf hier jährlich höchstens Aktien in einem Gesamtwert erwerben, der der Hälfte der Sozialversicherungsgrenze entspricht.<sup>876</sup> Darüber hinaus sind für alle Beteiligungsformen Förderhöchstgrenzen – insbesondere in Form einer Befreiung des Arbeitnehmers von Steuern und Sozialabgaben – eingebaut, die die Attraktivität der Beteiligung bei Übersteigen dieser Höchstgrenzen erheblich reduzieren.

Zunächst verdeutlicht bereits der Kapitalanteil der Arbeitnehmer – er lag bei den 40 von *Dondi* befragten Unternehmen durchschnittlich bei 6,1%<sup>877</sup> - auf den ersten Blick ein nur geringes Bedrohungspotential der Beteiligung für diese Interessen der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre. Hinzu kommt, daß die Rechtsgrundlagen ohnehin vorsehen, daß die übrigen Eigenkapitalgeber selbst über Ausmaß und Bedingungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und damit über die Einflußmöglichkeiten der Arbeitnehmer entscheiden: Sowohl beim Ankauf eigener Aktien als auch bei einer Beteiligung im Zuge einer Kapitalerhöhung ist der Beschluß einer ordentlichen bzw. außerordentlichen Hauptversammlung auch über einzelne Durchführungsregelungen notwendig.

Wie wirkt sich nun dieser Stimmenanteil auf die Einfluß- und Kontrollinteressen der übrigen Aktionäre aus? Im folgenden soll zwischen dem direkten Aktienbesitz der Arbeitnehmer und der Kapitalbeteiligung im Zuge des Erwerbs von Anteilen an einem *FCPE* unterschieden werden:

Wie bereits im vorangegangenen Abschnitt gezeigt wurde, führt die direkte Aktienbeteiligung offensichtlich nicht dazu, daß die Arbeitnehmer ihre Beteiligungsrechte auf der Hauptversammlung wahrnehmen – aus der Untersuchung der *COB* ging hervor, daß lediglich 9% der derart beteiligten Arbeitnehmer an den Hauptversammlungen des Unternehmens teilnahmen. Nur 31% übten ihr Stimmrecht aus.<sup>878</sup> Ein noch geringeres Interesse der Arbeitnehmer an der Teilhabe an Entscheidungen

<sup>874</sup> Vgl. Ministère du travail et des affaires sociales, a.a.O., S. 42.

<sup>875</sup> Vgl. *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 158.

<sup>876</sup> Vgl. *Desbrières*, Philippe: *Participation Financière, Stock-Options et Rachat d'Entreprise par les Salariés*, a.a.O., S. 31.

<sup>877</sup> Vgl. *Dondi*, Jean, a.a.O., S. 214.

<sup>878</sup> Vgl. *Commission des Opérations de Bourse* (Hrsg.), a.a.O., S. X f.

läßt sich aufgrund der Rechtsgrundlagen für den zweiten Fall der *FCPE*<sup>879</sup> erwarten: Wie bereits im dritten Kapitel der Arbeit gezeigt wurde, werden in Frankreich die Aktien der Arbeitnehmer vorwiegend nicht von den Arbeitnehmern selbst verwaltet, sondern von betrieblichen Anlagefonds, an denen die Arbeitnehmer lediglich in Form von Anteilen beteiligt sind. Obwohl das Kapital des Fonds ausschließlich den Arbeitnehmern des Unternehmens gehört, sehen die Rechtsgrundlagen vor, daß sich der Aufsichtsrat der Fonds paritätisch aus Vertretern der beteiligten Arbeitnehmer und Vertretern der Unternehmensdirektion zusammensetzt.<sup>880</sup> Der mit einem Doppelstimmrecht ausgestattete Präsident des Aufsichtsrates wird auf der ersten Sitzung gewählt, es kann sowohl eine Arbeitgeber- als auch ein Arbeitnehmer-Vertreter sein. Die Stimmrechtsausübung der in dem *FCPE* angesammelten Aktien erfolgt grundsätzlich durch den Aufsichtsrat des Fonds. Allerdings sehen die Rechtsgrundlagen auch vor, daß in den Statuten des Fonds festgelegt werden kann, daß die Stimmrechte des Fonds an die Arbeitnehmer rückübertragen werden können. Sofern diese Variante jedoch nicht gewählt wird, bedingt dies, daß das mit dem Kapitalanteil der Arbeitnehmer verbundene Stimmrecht durch eine juristische Person ausgeübt wird, die - wenn die Arbeitgeber-Vertreter den Präsidenten des Aufsichtsrates stellen - durch das arbeitgebende Unternehmen dominiert wird. In jedem Fall eröffnen die gesetzlichen Grundlagen dem Unternehmen zumindest die Möglichkeit - beispielsweise durch Einflußnahme auf die Statuten des Fonds -, als Repräsentant des Arbeitnehmer-Aktienanteils zu fungieren. Insofern kann aufgrund der rechtstatsächlichen Analyse gefolgert werden, daß die Einfluß- und Kontrollinteressen der übrigen Aktionäre auch durch die *FCPE* auf den Hauptversammlungen nicht substantiell bedroht sind. In der Realität zeigt sich aber ein entgegengesetztes Bild:

Die Untersuchung der *COB* ergab, daß die an einem *FCPE* beteiligten Arbeitnehmer Entscheidungsrechte viel eher wahrnehmen als die direkt am Kapital beteiligten Arbeitnehmer: 26% nahmen an den Hauptversammlungen teil und 40% nahmen ihr Stimmrecht wahr.<sup>881</sup> Hinzu kommt, daß - wie bereits beschrieben wurde - die Fonds auch ein Medium darstellen können, die Stimmrechte der Arbeitnehmer zu organisieren und zu bündeln. Die *COB* kommt deshalb zu dem Schluß

*„Les FCPE n'agissent pas comme un filtre entre le salarié et l'entreprise; à l'inverse, il apparait que les porteurs de parts de FCPE sont des actionnaires plus impliqués que les salariés actionnaires directs“.*<sup>882</sup>

Insofern bestätigt sich also die Hypothese 18. In bezug auf den Aufsichtsrat als Forum für Einfluß und Kontrolle ist zunächst festzustellen, daß aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung den am Kapital beteiligten Arbeitnehmern Sitze in diesem Gremium zugestanden werden: Von 18 Sitzen im Aufsichtsrat können

<sup>879</sup> Vgl. im folgenden zu den rechtlichen Regelungen der *FCPE*: Maillard, Paul, a.a.O., S. 175ff.

<sup>880</sup> Nur wenn die Arbeitnehmer - was in der Realität einen Ausnahmefall darstellt - mehr als 10% der Stimmenanteile besitzen, setzt sich dieser Aufsichtsrat zu drei Viertel aus Vertretern der Arbeitnehmer-Aktionäre zusammen. Vgl. ebenda, S. 178.

<sup>881</sup> Vgl. Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.), a.a.O., S. X f.

<sup>882</sup> Ebenda, S. 40

maximal 2 von Vertretern der Arbeitnehmer-Kapitaleigner eingenommen werden. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung führt also nicht zu einer Einschränkung der Rechte der übrigen Aktionäre: Denn einerseits obliegt es ihnen selbst, darüber zu entscheiden, ob den beteiligten Arbeitnehmern eine Vertretung in den Aufsichtsräten und damit zusätzliche Einfluß- und Kontrollmöglichkeiten zugestanden werden. Andererseits erfolgt die Vertretung ohnehin in weit unterparitätischer Form. Außerdem hängt das Verhalten der Arbeitnehmer-Vertreter von deren Rollenwahrnehmung ab: Ist diese von ihrem Kapitaleignerstatus determiniert, nehmen die Einfluß- und Kontrollmöglichkeiten des Organs angesichts dieser Unternehmensinsider sogar noch zu. Die eigene Untersuchung wird genauer auf die Rollenwahrnehmung von Vertretern der Arbeitnehmer-Aktionäre im Aufsichtsrat eingehen.

#### 4.1.3.3. Kunden

Für die Kunden wurde als gemeinsames Oberziel die optimale Bedürfnisbefriedigung – die sich aus den beiden Komponenten ‚Preiswürdigkeit des Produktes‘ und ‚Qualität der Beziehung zwischen Unternehmung und Kunden‘ zusammensetzt – identifiziert.

##### 4.1.3.3.1. Wertgenerator Preiswürdigkeit

Für den Aspekt der Preiswürdigkeit gelten die obigen Ausführungen zum Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung, den Lohnkosten und den Produktpreisen. Deshalb läßt sowohl die rechtstatsächliche Analyse als auch die Auswertung empirischer Untersuchungen hier keine verallgemeinbaren eindeutigen Schlüsse zu. Wie bereits im zweiten Kapitel der Arbeit thematisiert wurde, orientiert sich in der betrieblichen Praxis die Preisbestimmung eben nicht nur an den Herstellungskosten, sondern auch an der Nachfrage oder einem Leitpreis der Branche.<sup>883</sup>

↳ **Hypothese 21:** Die Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Preiswürdigkeit eines Produktes zeigen sich insbesondere bei einer kostenorientierten Preisbestimmung.

##### 4.1.3.3.2. Wertgenerator Qualität der Beziehung

Außer für den Sonderfall der Aktienoptionen – die ohnehin regelmäßig nur dem Management angeboten werden – und dem Unternehmenssparplan sehen die Rechtsgrundlagen für sämtliche übrigen Beteiligungsformen vor, daß diese nicht nur ausgewählten Arbeitnehmern angeboten werden dürfen. Die Unternehmen haben also nicht die Möglichkeit, sie beispielsweise nur jenen Arbeitnehmern anzubieten, die für ein gewünschtes Verhalten – dafür könnte insbesondere in Dienstleistungsunter-

---

<sup>883</sup> Ein Überblick über die in der Praxis vorfindbaren Methoden der Preisfestlegung findet sich beispielsweise bei Schwinn, Rolf, a.a.O., S. 432.

nehmen durchaus die Art des Umgangs mit den Kunden ein Kriterium darstellen – belohnt werden sollen.<sup>884</sup> Insofern liefern die gesetzlichen Grundlagen zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung keine direkten Anreize, das Verhalten der Mitarbeiter beispielsweise im Umgang mit Kunden in einem vom Unternehmen gewünschten Sinn zu steuern.

Wenn die Beteiligung also nicht geeignet ist, ein bestimmtes Verhalten zu steuern, ist zu überprüfen, ob sich zumindest ein Zusammenhang zu dem im zweiten Kapitel thematisierten „Organizational Citizenship Behaviour-Ansatz“ herleiten läßt. Trägt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu einer über die ökonomische Beziehung hinausgehenden sozialen Integration des Arbeitnehmers bei, die sich dann auch auf das Verhalten gegenüber den Kunden auswirkt? Hier scheint die Gestaltung der Rechtsgrundlagen eher derart gewählt worden zu sein, daß das Unternehmen bzw. die übrigen Eigenkapitalgeber selbst darüber entscheiden können, in welchem Maße diese weitergehende Integration der Arbeitnehmer erfolgt. Die Rechtsgrundlagen ermöglichen sogar, daß originäre Beteiligungsrechte der Arbeitnehmer in Folge ihrer Position als Eigenkapitaleigner durch die Konstruktion der FCPE eingeschränkt werden. Die vom Arbeitnehmer direkt erlebbare und für den Kontakt zum Kunden entscheidende Ebene – die des Arbeitsplatzes – bleibt von den Rechtsgrundlagen hingegen völlig unberührt, wie am Beispiel der Arbeitsbedingungen bereits gezeigt werden konnte.

Aus empirischen Untersuchungen ergeben sich jedoch zumindest Hinweise, die auf eine positive Wirkung der Beteiligung auf die Qualität der Beziehung zum Kunden schließen lassen: In 78% der befragten Unternehmen wurden als Folge der Beteiligung Verhaltensänderungen der Arbeitnehmer festgestellt - 52% stellten ein verbessertes soziales Klima fest, 62% eine erhöhte Motivation der Arbeitnehmer.<sup>885</sup>

---

<sup>884</sup> Bis 1994 war es möglich, die Beteiligungshöhe im Zuge des *intéressement* auch vom Verhalten der Arbeitnehmer abhängig zu machen. Vgl. Maillard, Paul, a.a.O., S. 60f

<sup>885</sup> Vgl. Dondi, Jean, a.a.O., S. 334ff.

#### 4.2. Die eigene Untersuchung

Die nachfolgenden beiden Fallstudien haben das Ziel, zwei in der Praxis beobachtbare Anwendungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung den Aussagen der vorangegangenen Analysestufen gegenüberzustellen und diese zu ergänzen. Die beiden Unternehmen wurden für die Untersuchung ausgewählt, da sie die Bandbreite der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich zu einem großen Teil abdecken:

- Die beiden Unternehmen sind in unterschiedlichen Sektoren tätig - im tertiären Sektor (ein Kreditinstitut) und im sekundären Sektor (insbesondere Hoch- und Tiefbau).
- Die beiden Unternehmen unterscheiden sich bezüglich ihrer Eigentümerstruktur: Einerseits ein privatisiertes Staatsunternehmen, dessen Kapital zu 50% ausländischen Anlegern gehört und andererseits ein Mischkonzern, dessen Kapital sich zu über 25% in Familienbesitz befindet.
- Die beiden Unternehmen unterscheiden sich in bezug auf die Höhe des Kapitalanteils der Arbeitnehmer und deren Teilnahmequote: Im einen Unternehmen sind über 90% der Arbeitnehmer am Kapital beteiligt, ihr Kapitalanteil liegt bei annähernd 10%. Im anderen Unternehmen liegt die Teilnahmequote bei 15%, der Kapitalanteil der Arbeitnehmer beträgt ungefähr 7% und entspricht somit dem von *Dondí* ermittelten durchschnittlichen Anteil der Arbeitnehmer am Kapital derjenigen französischen Unternehmen, die diese Beteiligungsform anwenden.

Bei den beiden Unternehmen handelt es sich um das Kreditinstitut *Société Générale* und um einen Mischkonzern, der aufgrund der gewünschten Anonymisierung im folgenden als „Unternehmen B“ bezeichnet wird. Beide Unternehmen fließen in den französischen IAS-Index ein. Die Kontaktaufnahme erfolgte schriftlich (siehe Anhang VII). Die jeweils ungefähr dreistündigen Interviews wurden anhand eines Leitfadens (siehe Anhang VII) geführt. Die Gespräche fanden am 26. und 27. August 1999 in Paris statt.

## 4.2.1. Société Générale

### 4.2.1.1. Präsentation des Unternehmens

Die *Société Générale* (SG) ist ein Kreditinstitut mit Hauptsitz in Paris-la-Défense, das im Verlaufe seiner über einhundertjährigen Geschichte mehrmals verstaatlicht und wieder reprivatisiert wurde – letztmals im Jahre 1987. Vorrangiges Problem des Unternehmens war nach dieser Privatisierung die Eigenkapitalausstattung: Ihr kam während der Zeit des Staatsbesitzes keine besondere Aufmerksamkeit zu, da der Staat als Garantieleister für das Risiko des Unternehmens auftrat. Nach der Privatisierung hatte sich die Risikoposition des Unternehmens jedoch schlagartig verändert: Der Staat als Garant entfiel, das in zu geringem Umfang vorhandene Eigenkapital als Risikoträger<sup>886</sup> entsprach nicht mehr den bestehenden Risiken. Insbesondere im Ausland sank die Reputation des Unternehmens – gerade zu einer Zeit, als ausländische Fonds verstärkt als Investoren in Frankreich auftraten. Auch für die SG stellt der Wert des Unternehmens eine zentrale Zielgröße dar: Der Begriff „*création de valeur*“ zieht sich wie ein roter Faden durch nahezu sämtliche Mitteilungen des Unternehmens.<sup>887</sup>

Die SG beschäftigt seit Jahren nahezu unverändert ungefähr 33.000 Arbeitnehmer, von denen über 90% Aktien der SG besitzen. Die Beteiligung trifft bei den im Unternehmen vertretenen Gewerkschaften auf Zustimmung – auch bei der *CGT*, die sie bei ihrer Einführung als „*mariage contre la nature*“<sup>888</sup> bezeichnete. Heute besitzt der Vertreter der *CGT* jedoch selbst Aktien des Unternehmens. Die Arbeitnehmer sind – wie zu zeigen sein wird – die größte ‚organisierte‘ Aktionärsgruppe des Unternehmens: Im Juni 1999 betrug der Kapitalanteil der Arbeitnehmer 9,4%, der Anteil der Stimmrechte lag bei annähernd 14%. Die durchschnittliche Beteiligungshöhe je Arbeitnehmer ist immens: Sie liegt bei ungefähr 290.000 FF. Die Angestellten (*employés*) – die Hauptgruppe der Beschäftigten – besitzen Anteile mit einem durchschnittlichen Wert von je 250.000 FF, die Führungskräfte von durchschnittlich je einer halben Million FF. Über 50% der Aktien sind in der Hand ausländischer Anleger, insbesondere amerikanischer Investmentfonds – diese halten allein 40% der Aktien des Unternehmens. Die restlichen Anteile verteilen sich auf französische institutionelle Anleger (ca. 25%) und auf Streubesitz von Kleinaktionären (ca. 15%).

Das Interview, das mit einem Tonbandgerät aufgezeichnet werden konnte, fand mit Herrn *Alain Arcache*, dem ‚*Responsable de l'actionariat salarié*‘ statt. Die Tatsache, daß eigens ein Mitarbeiterstab in dem Unternehmen vorhanden ist, dessen Aufgabenbereich ausschließlich die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ist, verdeutlicht den der Beteiligung zugewiesenen Stellenwert. Ein Ergebnisprotokoll des Interviews befindet sich im Anhang (Anhang IX).

<sup>886</sup> Zur Bedeutung des Eigenkapitals als Risikoträger eines Kreditinstitutes sowie seiner Signalfunktion siehe beispielsweise Süchting, Joachim: *Bankmanagement*, 3. Aufl., Stuttgart 1992, S. 355ff. sowie ders; Paul, Stephan: *Bankmanagement*, 4. Aufl., Stuttgart 1998, S. 47.

<sup>887</sup> Siehe hierzu beispielsweise *Société Générale: Rapport Annuel 1996*, Paris 1997, S. 4; *Société Générale: Rapport Annuel 1997*, Paris 1998, S.2.

<sup>888</sup> Interview mit Arcache, Alain am 27. August 1999 in Paris



#### 4.2.1.2. Konstruktion der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung

Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bei der SG zeichnet sich durch folgende Konstruktion aus: Das Unternehmen schöpft nahezu die gesamte Palette der zur Verfügung stehenden Beteiligungsmöglichkeiten mit indirektem und direktem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung aus: Neben dem *intéressement* und der *participation* sind Belegschaftsaktien, Aktienoptionspläne und die im Zuge der Privatisierung erfolgte Beteiligung vorhanden. Die Zuwendungen des Unternehmens zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung sind beträchtlich: Als 1988 erstmalig Belegschaftsaktien im Zuge einer Kapitalerhöhung angeboten wurden, zeichneten die Arbeitnehmer Aktien in einem Gesamtwert von 1,3 Milliarden FF. Das Unternehmen gewährte einen Preisabschlag von 20% auf den Aktienwert und einen Zuschuß zu den Anlagebeträgen der Arbeitnehmer in einer Höhe von insgesamt 300 Millionen FF. Der Preisnachlaß bei der Privatisierung 1987 betrug 10%, darüber hinaus wurden den Arbeitnehmern gestaffelte Zahlungsmodalitäten angeboten. Der Preisabschlag bei Aktienoptionsplänen betrug 20%. Der Unternehmenssparplan, der sich aus den Beteiligungen im Zuge des *intéressement* und der *participation* sowie zusätzlichen Einzahlungen der Arbeitnehmer zusammensetzt, wurde durch das Unternehmen ebenfalls gefördert: 1998 erhielten die Angestellten (*employés*) durchschnittlich 8.000 FF, die mittleren Führungskräfte (*gradés*) 10.300 FF und die oberen Führungskräfte 14.500 FF.

Im Verhältnis zu ihrem durchschnittlichen Einkommen und ihren Anlagebeträgen erhalten Führungskräfte also einen geringeren Zuschuß. Die Aktien der Arbeitnehmer – außer jene, die diese individuell an der Börse erwerben – werden ausschließlich durch einen *FCPE* verwaltet. Das Unternehmen bietet davon insgesamt 4 verschiedene Typen an: A, B, C und E. Die Fonds werden durch eine eigene Gesellschaft (SGAM - „*Société Générale Asset Management*“) verwaltet. Die Typen A, B und C bestehen aus festverzinslichen Anlagen bzw. einem Mischportfolio aus festverzinslichen Anlagen und Aktien verschiedener Unternehmen. Ihnen kommt jedoch nur geringe Bedeutung zu, denn nur 5% der Arbeitnehmer legen ihre Sparbeträge in diesen Fonds an – die Erklärung hierfür ist einfach: Investieren die Arbeitnehmer in diese Fonds, erhalten sie einen maximalen jährlichen Zuschuß des Unternehmens in Höhe von 5.000 FF. Investieren sie jedoch in den Fondstyp E, so vervierfacht sich annähernd der maximale Zuschuß des Unternehmens (auf 19.000 FF<sup>889</sup>). Weshalb? Der Fondstyp E besteht ausschließlich aus Aktien der SG. Die Arbeitnehmer haben also die Möglichkeit, ihr Risiko durch eine Anlage in verschiedenen Fonds zu reduzieren. Investieren sie jedoch in den nicht-risikodiversifizierten Fondstyp E, erhalten sie einen erheblich höheren Zuschuß - wodurch das mit der Anlage verbundene Einkommensrisiko reduziert wird.

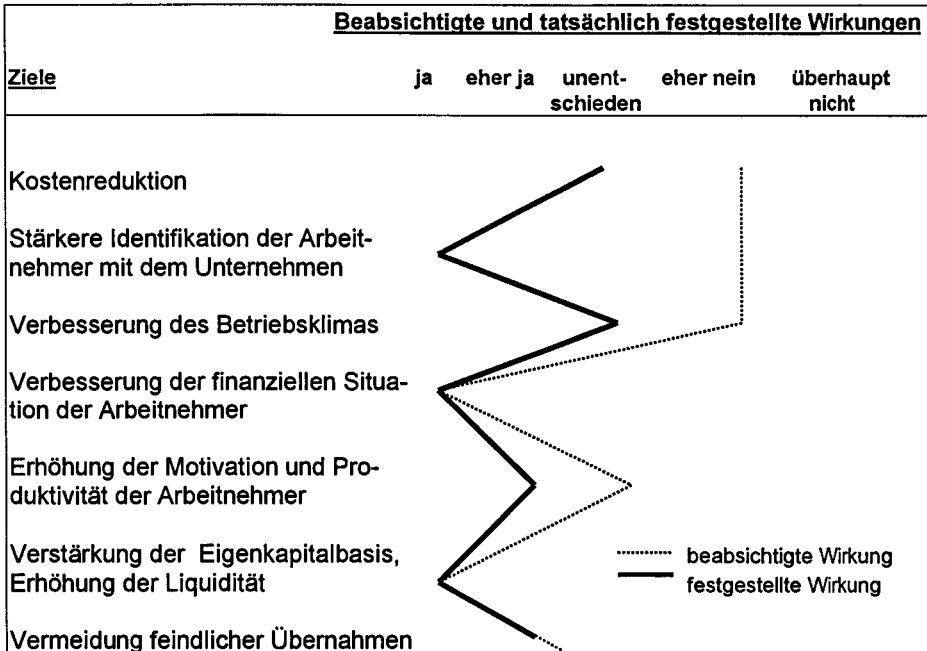
---

<sup>889</sup> Hierbei ist eine Staffelung für die unterschiedlichen Einkommensgruppen vorgesehen: *Employés* erhalten einen Zuschuß in Höhe von 70% ihrer Sparbeträge, *gradés* in Höhe von 55% und *cadres* in Höhe von 40%. Vgl. *Société Générale: Intéressement, Participation, Plan d'Épargne*, Paris 1996, S. 17.

#### 4.2.1.3. Wirkungen

Das folgende Schaubild zeigt einleitend zunächst die aus Sicht des Unternehmens beabsichtigten und die tatsächlich festgestellten Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung:

**Abbildung 10: Ziele und festgestellte Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bei der Société Générale**



Quelle: Eigene Erstellung auf der Grundlage des Interviews (Fragen C.1. und D.4.).

Deutlich wird zweierlei: Einerseits wurden sämtliche Erwartungen an die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung offensichtlich erfüllt oder gar übertroffen. Andererseits zielt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bei der SG vor allem auf finanzwirtschaftliche Aspekte - „on a fait une opération qui se voulait financière“<sup>890</sup> - es sollte vor allem den bestehenden Liquiditäts- und Kapitalstrukturrisiken begegnet werden. Verhaltensaspekte wie Identifikation der Arbeitnehmer mit dem Unternehmen, Betriebsklima und Motivation haben im Zielsystem eine nur nachgeordnete Bedeutung. Wie die obige Darstellung am Beispiel der stärkeren Identifikation der Arbeitnehmer

<sup>890</sup> Interview mit Arcache, Alain, a.a.O..

mit dem Unternehmen jedoch zeigt, führt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung aber auch bei jenen nachgeordneten Kriterien zu positiven Ergebnissen.

#### 4.2.1.3.1. Analyse aus Sicht einer am Shareholder Value-Konzept orientierten Unternehmensführung

Der besondere Anreiz der Beteiligung liegt aus Sicht des Unternehmens zunächst in der als „énorme“ bezeichneten Möglichkeit des Einsparens von **Steuern**: 1998 konnten durch Ausnutzung der steuer- und abgabenrechtlichen Regelungen insgesamt 260 Mio. FF eingespart werden, die Steuerersparnis wird seit 1988 auf insgesamt annähernd 2 Mrd. FF beziffert. Die ausschlaggebende Bedeutung dieser Vergünstigungen zeigt sich darin, daß die Beteiligung ohne diese Rahmenbedingungen nur in wesentlich geringerem Umfang praktiziert worden wäre:

*„On est content d'avoir des salariés actionnaires, mais si on voulait donner la même chose aux salariés sans ces avantages fiscaux et gains sociaux, ça nous coûterait quelques milliards de plus. En fait, sans ces avantages, la valeur de la participation pour l'entreprise était nettement plus faible“.*

Diese Aussage bestätigt Hypothese 1. Dennoch stellt das Einsparen von Steuern und Sozialabgaben nicht das mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verbundene Ziel des Unternehmens dar, es erleichtert viel eher das Erreichen der ‚eigentlichen‘ Zielsetzungen, nämlich der Stärkung der Eigenkapitalbasis und der Reduzierung der **Kapitalkosten**: Zunächst führt die Beteiligung zwar durch die genannten Zuwendungen zu erheblichen Kosten für dieses Eigenkapital: Die den Arbeitnehmern gewährten Zuschüsse stellen zusätzliche – wenngleich auch steuer- und abgabenrechtlich begünstigte - Ausgaben dar, die bislang bestehende fixe Entgeltbestandteile nicht ersetzen. Sie führen jedoch nicht zu einem Kapitalabfluß, da die Zuschüsse in Form von Eigenkapital dem Unternehmen durch die Konstruktion der *FCPE* regelmäßig wieder zur Verfügung stehen. Die unternehmensseitige Begünstigung derjenigen Arbeitnehmer, die ihre Anlagebeträge in den Fondstyp E investieren, dient gleichsam wie ein Hebel dem ‚eigentlichen‘ Ziel des Unternehmens, nämlich der Verbesserung der Eigenkapitalquote. Dementsprechend werden Effekte der Beteiligung erst langfristig sichtbar – nach Einschätzung des Interviewpartners erst nach ein bis drei Jahren. Seit der Privatisierung wurden jährlich Kapitalerhöhungen durchgeführt, die größtenteils der Zeichnung der Arbeitnehmer über einen Unternehmenssparplan vorbehalten waren. Insgesamt erhöhte sich beispielsweise von 1996 bis 1998 durch die Beteiligung der Arbeitnehmer das Eigenkapital des Unternehmens um jährlich durchschnittlich 2%.<sup>891</sup> Seit 1988 beträgt der gesamte Zuwachs an Eigenmitteln durch die Kapitalerhöhungen ungefähr 8,3 Mrd. FF. Insofern erscheint es realistisch, daß angesichts dieser Veränderung der Kapitalstruktur die Kapitalkosten insgesamt durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung optimiert werden konnten, zumal gerade bei Kreditinstituten der Eigenkapitalquote eine besondere „Repräsentationsfunktion ... für das Standing im Inland

<sup>891</sup> Vgl. Société Générale: Rapport annuel 1998, a.a.O., S. 83f.

als auch im Ausland zukommt<sup>892</sup>. Angesichts der verbesserten Risikoposition des Unternehmens steigt die Wahrscheinlichkeit, daß die von den Aktionären geforderte Verzinsung des zur Verfügung gestellten Kapitals abnimmt. Hinzu kommt, daß in diesem Unternehmen die mit dem Kapital verbundenen Suchkosten im Vergleich zu jenen, die für Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre aufgewendet werden müssen, als niedriger eingeschätzt werden.

Aus Sicht des Unternehmens liegt eine weitere Attraktivität dieser Form der Kapitalerhöhungen darin, daß sie wesentlich geringeren gesetzlichen Restriktionen unterliegt. Darüber hinaus werden auch die Such- und Kommunikationskosten gegenüber den Arbeitnehmern im Vergleich zu externen Aktionären als geringer eingeschätzt. Einen Beitrag zu Verringerung der Kapitalkosten vermögen aber auch die Renditerwartungen der beteiligten Arbeitnehmer zu leisten - diese liegen nach Ansicht des Interviewpartners unter denjenigen der übrigen Aktionäre. Begründet wird dies damit, daß die Arbeitnehmer angesichts ihrer Arbeitsplatzsicherheit die Kapitalanlage weniger als Absicherung oder Ergänzung ihres Einkommens sehen würden, sondern viel eher als Bestandteil der Altersversorgung. Hinzu käme, daß die Arbeitnehmer ohnehin angesichts der beträchtlichen Kurssteigerungen in den Genuß eines kontinuierlichen Vermögenszuwachses kämen und deshalb der Dividende für die Anlage nur eine nachgeordnete Bedeutung zumessen würden.

Diese Annahmen erscheinen plausibel: Einerseits erleben die Arbeitnehmer eine subjektive Arbeitsplatzsicherheit, da die Beschäftigtenzahl der SG seit Jahren nahezu konstant bleibt. Andererseits hat sich von 1996 bis 1998 der Umsatz um annähernd 50% und der Gewinn der SG um annähernd 40% erhöht. Dies schlug sich auch im Börsenwert nieder: Während im Jahre 1996 der höchste Kurs der Aktie lediglich 95 FF betrug, lag er im Jahre 1998 bei 229 FF.

↳ **Hypothese 22:** Je höher die subjektiv erlebte Arbeitsplatzsicherheit ist, desto geringer sind die mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verbundenen Renditerwartungen.

Die beteiligten Arbeitnehmer verfügen darüber hinaus – wie zu zeigen sein wird – über ein im Vergleich zu externen Aktionären wesentlich höheres Informationsniveau, so daß deshalb auch von einem geringeren informationsdefizit-bedingten Aufschlag ausgegangen werden kann. Hinzu kommt nach Ansicht des Interviewpartners, daß die beteiligten Arbeitnehmer als Mitarbeiter eines Kreditinstitutes über ein fundiertes Wissen in bezug auf Kapitalanlagen verfügen. Mit dem Kauf und Verkauf von Aktien seien sie aufgrund ihrer Tätigkeit vertraut, so daß die Hemmschwelle gegenüber einer derartigen Anlage niedriger sei als beispielsweise bei Arbeitnehmern in produzierenden Unternehmen. Außerdem sind den Arbeitnehmern Kapitalmarktinformationen jederzeit über betriebliche Datenverarbeitungssysteme zugänglich.

<sup>892</sup> Süchting, Joachim; Paul, Stephan: Bankmanagement, a.a.O., S. 47.

↳ **Hypothese 23:** Am Kapital beteiligte Arbeitnehmer von Unternehmen des Finanzdienstleistungssektors fordern einen geringeren informationsdefizit-bedingten Aufschlag als Arbeitnehmer anderer Sektoren.

Die Realisierung von (Des-)Investitionsmaßnahmen wird durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht negativ berührt, da derartige Maßnahmen – wie später zu zeigen sein wird – auch bei der SG dem Einflußbereich der beteiligten Arbeitnehmer weitestgehend verschlossen bleiben.

Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung kann hingegen nicht durch einen erheblichen Beitrag auf das **Umsatzwachstum**<sup>893</sup> des Kreditinstitutes erklärt werden, da das Eigenkapital in Banken generell seine Bedeutung für Finanzdienstleistungen verloren hat.<sup>894</sup> Hingegen sind die Auswirkungen auf die **Umsatzrentabilität** zwiespältig zu beurteilen: Einerseits belasten sowohl die Zuschüsse des Unternehmens als auch die erheblichen Verwaltungskosten diesen Indikator: Allein die Kosten für das mit der Administration der Beteiligung beschäftigten Personals werden auf 3 Millionen FF jährlich geschätzt. Andererseits führt die Beteiligung offensichtlich zu Verhaltensänderungen bei den Arbeitnehmern: Die Erhöhung der Motivation und Produktivität der Arbeitnehmer stellt zwar aus Sicht des Unternehmens kein prioritäres Ziel dar, entsprechende Effekte werden jedoch in beschränktem Umfang festgestellt. Auch wird der Beteiligung die Funktion eines Sensibilisierungsinstrumentes der Arbeitnehmer im Hinblick auf ein stärkeres Kostenbewußtsein zugeschrieben. Erreicht wird dies, indem den Arbeitnehmern regelmäßig nicht nur spezielle Informationen zur ihrer Aktienbeteiligung, sondern gleichzeitig auch Ergebnisse zu betriebswirtschaftlichen Kennzahlen des Unternehmens übermittelt werden. Nach Angaben des Interviewpartners führen diese Mitteilungen durchaus zu einem stärkeren Kostendenken der Arbeitnehmer – vor allem deshalb, weil sie aufgrund ihrer Tätigkeit ohnehin mit finanzwirtschaftlichen Themen vertraut sind. Nach Ansicht des Interviewpartners führt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bzw. das *intéressement* und die *participation* zu einem stärkeren Kostenbewußtsein der Arbeitnehmer als dies durch Arbeitsüberwachung, Weiterbildungsmaßnahmen und Prämien erreicht werden kann.

↳ **Hypothese 24:** In Dienstleistungsunternehmen aus dem Finanzbereich sind Anzeigeffekte der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung im Sinne einer stärkeren Kostenorientierung der Arbeitnehmer wahrscheinlicher als in produzierenden Unternehmen.

<sup>893</sup> Gleichwohl die Verwendung des Begriffs „Umsatzwachstum“ durch eine nach *Süchting/Paul* „bankeigentümliche Terminologie verhindert“ wird, sei hierunter in Anlehnung an *Büschgen* die Ausweitung der von Banken „erstellten Finanzdienstleistungen aller Art“ verstanden. *Büschgen*, Hans E.: Das kleine Banklexikon, 2. Aufl., Düsseldorf 1997, S. 1282; *Süchting*, Joachim; *Paul*, Stephan, a.a.O., S. 347.

<sup>894</sup> Vgl. *Süchting*, Joachim; *Paul*, Stephan, a.a.O., 1998, S. 47.

#### 4.3.1.3.2. Analyse aus Sicht der Stakeholder

In bezug auf die Arbeitnehmer ist festzustellen, daß die Beteiligung zunächst positive Wirkungen auf deren Einkommen hat: Einerseits angesichts der Preisabschläge auf den Kurs der Aktien und der Zuwendungen des Unternehmens, andererseits angesichts des steigenden Börsenwertes. Die Sperrfristen der Anlage stellen aus Unternehmenssicht kein Problem dar, weil die Arbeitnehmer angesichts der auch in Frankreich geführten Diskussion um die Sicherheit der Rentensysteme die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ohnehin vorrangig als Ergänzung zur Altersversorgung betrachten. Dies bestätigt die Hypothese 14.

Nach Ansicht des Interviewpartners betrachten auch die Arbeitnehmer diese Zuwendungen und Preisabschläge als ein zusätzliches Einkommen. Allerdings kommt es offensichtlich zu Kompensationseffekten – denn als Folge dieses zusätzlichen Einkommens wird festgestellt, daß die Arbeitnehmer und die im Betrieb vorhandenen Gewerkschaften ihre Fixlohnforderungen insgesamt mäßigen:

*„Ils regardent les choses un peu plus à long terme. On constate plutôt une action réfléchie des salariés, aussi en ce qui concerne la distribution de l'argent“<sup>895</sup>*

Die Konsequenz ist, daß Nicht-Fixlohnbestandteile – die bereits einen Anteil von 25% der gesamten Entgeltaufwendungen haben - an Gewicht weiter zunehmen werden. Auch angesichts der positiven Börsenentwicklung sind die Arbeitnehmer also eher bereit, fixe durch nicht-fixe Lohnbestandteile mit der Hoffnung auf Kursgewinne zu ersetzen. Dementsprechend plant auch das Unternehmen, die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung angesichts des Wertzuwachses der Anteile zunehmend auch als Argument für geringere Lohnzuwächse einzusetzen – denn die langfristige mit der Beteiligung verbundene Zielsetzung lautet *„maîtriser l'évolution des salaires“<sup>896</sup>*.

*„En fait, on leur vend – on leur dit chaque année: ce truc-là représente une quote-part du salaire.“<sup>897</sup>*

↳ **Hypothese 25:** Langfristig steigende Börsenkurse werden durch Unternehmen als Argument für eine moderate Entwicklung fixer Lohnbestandteile herangezogen.

<sup>895</sup> Bei dieser Aussage verwies der Interviewpartner in bezug auf „ce truc-là“ auf einen Aktienchart, auf dem der Wertzuwachs der vergangenen Jahre dokumentiert war. Interview mit Arcache, Alain am 27. August 1999 in Paris.

<sup>896</sup> Interview mit Arcache, Alain, a.a.O..

<sup>897</sup> Ebenda. Diese Aussage ist insbesondere deshalb interessant, weil der Gesprächspartner zuerst von „on leur vend“ (übersetzt: „Man verkauft ihnen“ die Beteiligung als Bestandteil des Gehalts) spricht und sich dann mit der Aussage „on leur dit“ (übersetzt: Man sagt ihnen, daß es sich hierbei um einen Gehaltsbestandteil handelt) korrigiert.

Dies muß aus Sicht der Arbeitnehmer aber bedenklich sein, denn angesichts der langen Festlegungsfristen der Anteile (in der Regel betragen sie auch bei der SG 5 Jahre) werden erst in der Zukunft realisierbare Kursgewinne als Argumentation für eine moderatere Lohnentwicklung bereits zu einem früheren Zeitpunkt herangezogen – ohne Absicherung eines etwaigen Kursverlustes.

Hinsichtlich der Arbeitsplatzsicherheit der Arbeitnehmer ist neben den positiven Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Eigenkapitalbasis und damit auf die Krisenfestigkeit des Unternehmens festzustellen, daß sich bei der SG die Beteiligung bereits als schlagkräftiges Instrument zur Vermeidung von – oftmals mit Arbeitsplatzabbau verbundenen - feindlichen Übernahmen erwiesen hat. Wie später am Beispiel der geplanten Übernahme der SG durch die *BNP* zu zeigen sein wird, erwies sich der hohe Kapitalanteil der Arbeitnehmer als entscheidender Grund dafür, daß die Bankenaufsichtsbehörde im August 1999 die Übernahme nicht genehmigte.

↳ **Hypothese 26:** Mit zunehmendem Umfang der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung steigt die Wahrscheinlichkeit, daß ein Beschäftigungsabbau durch eine feindliche Übernahme verhindert werden kann.

Die Frage, ob die Arbeitnehmer angesichts ihres Aktienbesitzes eher bereit wären, eine Verschlechterung der Arbeitsbedingungen zu akzeptieren, wird von dem Gesprächspartner verneint. Die Beteiligung führt seiner Ansicht nach nicht dazu, daß sich durch den Aktionärsstatus die Interessen der Arbeitnehmer jenen der übrigen Eigenkapitalgeber angleichen:

*„Ils sont d'abord salariés avant d'être actionnaires. Ils regardent un peu les deux côtés des choses, mais en fait ils réagissent plutôt comme des salariés.“<sup>898</sup>*

Eine positive Wirkung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Arbeitsbedingungen läßt sich nicht feststellen – „*c'est pas leur domaine d'influence*“<sup>899</sup>. Dies bestätigt Hypothese 16.

In bezug auf die Arbeitszufriedenheit läßt die Fallstudie folgende Schlüsse zu: Dem mit der Beteiligung verbundenen Einkommen kommt nach Ansicht des Interviewpartners für die Zufriedenheit die höchste Wichtigkeit zu, die Befriedigung eines Informationsbedürfnisses sowie die Beteiligung an Entscheidungen haben eine nur nachgeordnete Bedeutung.

---

<sup>898</sup> Ebenda.

<sup>899</sup> Ebenda.

↳ **Hypothese 27:** Die mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verbundenen Einkommensvorteile sind für die Arbeitszufriedenheit wichtiger als Informations- und Entscheidungsrechte.

Es wurde bereits gezeigt, daß die Beteiligung bisher nach Ablauf der Festlegungsfrist angesichts der positiven Börsenentwicklung beim Verkauf zu einer Einkommenserhöhung der Arbeitnehmer führt. Langfristig wird zwar offensichtlich geplant, die Beteiligung und die Wertzuwächse als Argument für mäßigeren Lohnsteigerungen zu verwenden, bislang erfolgte eine entsprechende ‚Verrechnung‘ jedoch nicht.

Für den Aspekt des Informationsbedürfnisses ist festzustellen, daß das Unternehmen die beteiligten Arbeitnehmer mit einem Höchstmaß an Informationen geradezu bombardiert: Über das Internet wird sämtlichen Arbeitnehmern dreimal täglich der aktuelle Börsenkurs direkt auf den Bildschirm kommuniziert. Darüber hinaus erhalten die Arbeitnehmer ebenfalls über das Internet einmal im Quartal allgemeine Informationen über die Entwicklung des Unternehmens anhand betriebswirtschaftlicher Kennzahlen. Einmal im Monat werden die Mitarbeiter über die Wertentwicklung der Fonds informiert (siehe Anhang X). Schließlich erhalten die Arbeitnehmer weit über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehende Informationen über ihre Beteiligung: Die Arbeitnehmer werden nicht einmal pro Jahr, sondern alle 10 Tage über den Wert ihrer Fondsanteile informiert. Die Hypothese 18 kann also bestätigt werden.

In Hinsicht auf die Vertretung im Aufsichtsrat führt die Aktienbeteiligung nicht zu einer stärkeren Beteiligung an Entscheidungen in diesem Gremium: Die Arbeitnehmer-Aktionäre sind nicht im 18-köpfigen Aufsichtsrat repräsentiert, weil aus Sicht des Unternehmens die Interessen der Arbeitnehmer bereits durch jene 3 Sitze, die ihnen im Zuge der Privatisierung eingeräumt wurden, ausreichend vertreten seien. Die aufgrund der gesetzlichen Regelungen vorhandene Option, den Arbeitnehmer-Aktionären weitere Sitze im Aufsichtsrat zuzubilligen, wurde also nicht gewählt. Die Situation wird von *Rousseau*, dem Präsidenten der „*Association des actionnaires salariés Société Générale*“ (Assact-SG) folgendermaßen beschrieben:

*„Nous grattons à la porte d'un pouvoir qui ne veut absolument pas se partager.“<sup>900</sup>*

Die Begründung hierfür aus Sicht des Interviewpartners reflektiert die bereits im dritten Kapitel der Arbeit beschriebene traditionell ablehnende Haltung in Frankreich gegenüber einer substantiellen Entscheidungsbeteiligung der Arbeitnehmer:

*„Il faut savoir qui est le capitaine sur le bateau.“<sup>901</sup>*

<sup>900</sup> Rousseau, Georges, zitiert nach Gjacquin, Jean-Baptiste; de Tricomot, Adrien: Salariés-actionnaires: l'argent sans le pouvoir, in: L'Expansion, Nr. 523 (1996), 18. April 1996, S. 66.



Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung trägt also nicht dazu bei, die bereits beschriebene und in Frankreich traditionell vorherrschende Praxis einer – wenn überhaupt – weit unterparitätischen Vertretung der Arbeitnehmer in Leitungsorganen zu modifizieren.

↳ **Hypothese 28:** Der Beitrag der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung für eine Vertretung von Arbeitnehmern in Leitungsorganen hängt von dem kulturellen und institutionellen Kontext der Entscheidungspartizipation eines Landes ab.

Die mit der Beteiligung verbundenen Möglichkeiten zur Partizipation an Entscheidungen werden überwiegend nicht wahrgenommen: Die Statuten der *FCPE* sehen zwar vor, daß die Stimmrechte der Aktien des *FCPE* an die Arbeitnehmer rückübertragen werden, allerdings nehmen nur 25% der Arbeitnehmer ihr Stimmrecht wahr. In den Statuten ist jedoch festgelegt, daß nicht ausgeübte Stimmrechte auf den Aufsichtsrat des Fonds übergehen – hier stellt aber traditionell die Arbeitgeberseite den mit einem Doppelstimmrecht ausgestatteten Präsidenten. Faktisch entscheidet somit der von der Unternehmensleitung entsandte Präsident des Aufsichtsrates über das Abstimmverhalten von drei Vierteln der Stimmrechte der Arbeitnehmer-Aktien. Der Fonds stimmte deshalb bislang sämtlichen Vorschlägen der Unternehmensführung auf der Hauptversammlung zu. Zu Konfrontationen zwischen den Vertretern der beteiligten Arbeitnehmer und den Vertretern des Unternehmens im Aufsichtsrat des Fonds kommt es jedoch nicht – „on s'arrange“<sup>902</sup>. Allerdings gibt es die *Assact-SG*, die ungefähr 2% des Arbeitnehmer-Kapitals beispielsweise auf den Hauptversammlungen vertritt. Von der Unternehmensleitung wird die *Assact-SG* nach Angaben des Interviewpartners jedoch nicht als Vertretungsorgan der beteiligten Arbeitnehmer akzeptiert und deshalb völlig ignoriert. Die Auseinandersetzung mit den Arbeitnehmern erfolge ausschließlich über die Betriebsgewerkschaften.

Für die Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Interessen der übrigen **Eigenkapitalgeber** ist zunächst festzustellen, daß der Einsatz der *FCPE* als Abwehrinstrument zur Vermeidung der Übernahme durch die *BNP* nicht deren Gewinninteresse entsprach: Nach Ansicht von Börsenanalysten hätte sich ein Zusammenschluß beider Unternehmen positiv auf den Börsenwert der neuen Gesellschaft ausgewirkt.<sup>903</sup>

---

<sup>901</sup> Interview mit Arcache, Alain, a.a.O..

<sup>902</sup> Ebenda.

<sup>903</sup> Vgl. Tricaud, Christophe: Les analystes préfèrent SPB mais s'inquiètent de l'hostilité persistante des offres de la BNP, in: Les Echos, Nr. 17933 (1999), 2./3. Juli 1999, S. 24f. Der Begriff SPB umschreibt den Zusammenschluß der zur Société Générale gehörenden Bank Paribas, der Société Générale und der BNP.

↳ **Hypothese 29:** Es widerspricht den Interessen der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre, wenn die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung durch das Management als Abwehrinstrument gegenüber einer feindlichen Übernahme benutzt werden kann.

Darüber hinaus führten neben den negativen Auswirkungen der nicht als Lohnkosten qualifizierbaren Zuschüsse des Unternehmens auf die Eigenkapitalrentabilität insbesondere die sukzessiven Kapitalerhöhungen zu kontinuierlichen Verwässerungseffekten der Anteile der übrigen Eigenkapitalgeber. Auf den Hauptversammlungen wurde den Kapitalerhöhungen zwar zugestimmt, jedoch votierten die ausländischen Fonds – von denen jedoch nur die Minderzahl überhaupt von ihrem Stimmrecht Gebrauch machten – gegen die Kapitalerhöhung. Nach Ansicht des Interviewpartners sind es auch die ausländischen Fonds, die zunehmend kritische Fragen zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung stellen.

↳ **Hypothese 30:** Mit zunehmendem aktiven in Erscheinung treten ausländischer Investmentfonds nimmt die Wahrscheinlichkeit ab, daß Arbeitnehmer-Aktienbeteiligungen im Zuge von Kapitalerhöhungen durchgesetzt werden können.

Die übrigen Aktionäre nahmen regelmäßig eine gleichgültige bis zustimmende Position ein. Insofern könnte argumentiert werden, daß sie ihre Möglichkeiten zur Verhinderung der Beteiligung nicht nutzen wollten und deshalb auch nicht von einer Verletzung ihrer Interessen ausgegangen werden sollte. Den Aktionären wurde die Kapitalerhöhung jedoch mit positiven Wirkungen auf das Arbeitsverhalten der Arbeitnehmer schmackhaft gemacht:

*„Oui, ça pénalise les autres actionnaires. Mais on l'a justifiée en disant que c'était un moyen pour motiver le personnel. En France, ça passe très bien. Mais ce sont surtout les fonds de pension étrangers qui s'opposaient à cette discrimination des autres actionnaires.“<sup>904</sup>*

Das sehr allgemeine und vereinfachende Argument der Motivationssteigerung wurde also zur Begründung herangezogen. Dies ist insofern fragwürdig, weil aus Sicht des Unternehmens die Motivationssteigerung der Arbeitnehmer weder eine prioritäre Zielsetzung noch ein eindeutig feststellbares Ergebnis der Beteiligung ist.

↳ **Hypothese 31:** Um eine Zustimmung der Aktionäre zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu erwirken, ist es ausreichend, mit Motivationseffekten zu argumentieren.

Eine weitere Begründung für die dennoch insgesamt zustimmende Haltung der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre mag aber auch darin liegen, daß die Einfluß- und

<sup>904</sup> Interview mit Arcache, Alain, a.a.O..

Kontrollinteressen der übrigen Eigenkapitalgeber angesichts der Konstruktion der *FCPE* nicht tatsächlich bedroht sind.

In bezug auf die gerade in einem Dienstleistungsunternehmen bedeutsamen Beziehungen zwischen Kunden und Unternehmen sind keine Effekte feststellbar. Nahezu alle Mitarbeiter sind am Kapital des Unternehmens beteiligt, unabhängig von deren Arbeitsweise. Mit Ausnahme der Aktienoptionspläne werden die übrigen Beteiligungsinstrumente also grundsätzlich nicht selektiv eingesetzt.<sup>905</sup> Aus Sicht des Unternehmens wird den Formen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als auch der Kapitalbeteiligung selbst keine Bedeutung für die Steuerung eines bestimmten Verhaltens zugeschrieben:

*„Il n'est pas évident que le salarié dans l'agence voie l'impact de sa relation clientèle et l'intéressement. Ce n'est pas un élément motivant dans son activité quotidienne. Il y a trop de maillons entre ce qu'il fait et la valeur de son action.“*<sup>906</sup>

Hier werden insbesondere Prämien und Weiterbildungsmaßnahmen für geeigneter gehalten. Der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung kommt aber dennoch ein höherer Stellenwert als der Arbeitsüberwachung zu.

#### 4.2.1.4. Exkurs: Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als Abwehrinstrument

Im zweiten Kapitel dieser Arbeit wurde der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bereits die Wirkung eines Instrumentes zu Vermeidung feindlicher Übernahmen zugeschrieben. Auch für die *Société Générale* liegt darin eine prioritäre Zielsetzung der Beteiligung. Wie die Beteiligung durch das Unternehmen hierfür eingesetzt wird, sei an folgendem Beispiel verdeutlicht: Am 1. Februar 1999 kam es zu einem Übernahmeangebot durch die *BNP* auf der Grundlage eines Aktientausches. Die Übernahme wurde von Börsenanalysten begrüßt.<sup>907</sup> Gleichwohl der Präsident der *BNP* keinen Beschäftigungsabbau in Aussicht stellte, gelang es der Führung der *SG* mit Unterstützung der im Betrieb vertretenen Gewerkschaften, die Arbeitnehmer durch eine Emotionalisierungsstrategie zu mobilisieren. Am Tag der Entscheidung der Bankenaufsichtsbehörde über die Übernahme fand das Interview mit Herrn *Arcache* in Paris statt. Er führte zu diesem Thema aus:

<sup>905</sup> Im Falle der Aktienoptionspläne entscheidet die Unternehmensführung darüber, welche Mitarbeiter beteiligt werden - regelmäßig sind es nahezu ausschließlich die oberen Führungskräfte, obwohl diese Beteiligungsform auch bei der *SG* grundsätzlich allen Arbeitnehmer-Kategorien offen steht. Die Frage, ob denn bisher dementsprechend auch beispielsweise Sekretärinnen in den Genuß von Aktienoptionen gekommen seien, wurde mit der Aussage „il faut pas exagérer“ beantwortet. Interview mit *Arcache*, Alain, a.a.O..

<sup>906</sup> Ebenda.

<sup>907</sup> Vgl. Tricaud, Christophe: Les analystes préfèrent SPB mais s'inquiètent de l'hostilité persistante des offres de la *BNP*, a.a.O., S. 24f. Der Begriff *SPB* umschreibt den Zusammenschluß der zur *Société Générale* gehörenden *Bank Paribas*, der *Société Générale* und der *BNP*.

*„Les salariés sont tous massivement contre l'opération de la BNP. Parce qu'ils aiment leur entreprise, ils y sont fidèles. Mais c'est une fidélité sentimentale et financière, ils possèdent tous en moyenne 250.000 FF de leur entreprise. Ils ont massivement suivi la direction de l'entreprise. L'actionnariat salarial, à mon avis, était très fédérateur dans le combat avec la BNP.“<sup>908</sup>*

Hauptargument war ein im Falle der Übernahme absehbarer Abbau von Arbeitsplätzen. Am Tag der Entscheidung über die Genehmigung der Übernahme durch die Bankenaufsichtsbehörde kam es zu massiven Protestdemonstrationen der Arbeitnehmer der SG, an denen mehrere tausend Arbeitnehmer des Unternehmens teilnahmen, zahlreiche Filialen blieben geschlossen. Solidarisierungseffekte in der französischen Öffentlichkeit mit den Arbeitnehmern waren die Folge. Die französische Bankenaufsichtsbehörde entschied schließlich mit dem Hinweis darauf, daß der Anteil der von der BNP kontrollierten Stimmen für eine Kontrolle des Unternehmens nicht ausreiche, gegen die Übernahme.<sup>909</sup> In der französischen Wirtschaftspresse wurde dem hohen Kapital- und Stimmenanteil der Arbeitnehmer der SG die Bedeutung eines „*soutien déterminant à leur PDG*“<sup>910</sup> zugeschrieben.

Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung erwies sich durch die Konstruktion der FCPE als schlagkräftiges Instrument, die Stimmenanteile der Arbeitnehmer zu organisieren. Während der Zeit des Übernahmeangebotes bis zum Tag der Entscheidung wurden die über das Internet an die Arbeitnehmer verbreiteten Informationen über die Entwicklung des Fonds regelmäßig auch als Informationsmedium über die für die Arbeitnehmer negativen Auswirkungen der Übernahme genutzt.

Auch der Aufsichtsrat des Fonds entschied schließlich einstimmig, das Übernahmeangebot der BNP zurückzuweisen, obwohl die Übernahme für die Arbeitnehmer im Hinblick auf die Wertentwicklung der Anteile als durchaus attraktiv eingeschätzt wurde. In einer an alle Mitarbeiter des Unternehmens weitergeleiteten Mitteilung (siehe Anhang XI) über die Beratung des Aufsichtsrates des FCPE heißt es: *„L'intérêt du projet pour les porteurs de parts a été analysé en prenant compte l'attrait financier de l'opération et l'intérêt social de l'entreprise, notamment en terme de défense de l'emploi.“* Nach der erfolgreichen Abwehr der Übernahme erhielten sämtliche Mitarbeiter des Unternehmens ein Schreiben des Präsidenten Bouton, in dem er sich *„pour cette remarquable action collective et individuelle“*<sup>911</sup> der Arbeitnehmer bedankte. Es blieb jedoch nicht nur bei diesem schriftlichen Dank: Jeder Mitarbeiter des Unternehmens erhält 1999 eine in der Wirtschaftspresse als *„prime*

<sup>908</sup> Interview mit Arcache, Alain, a.a.O..

<sup>909</sup> Vgl. zu den einzelnen Hintergründen die Berichte in Les Echos, Nr. 19.973 (1999), 30. August 1999, S. 22-26.

<sup>910</sup> Péresse, Jean-François: Les pouvoirs des salariés actionnaires seront renforcés, in: Les Echos, Nr. 17994 (1999), 28. September 1999, S. 3.

<sup>911</sup> Bouton, Daniel, zitiert nach: o.V.: La Société Générale verse une prime de remerciement à ses salariés, in: Les Echos, Nr. 17994 (1999), 28. September 1999, S. 28.

*de remerciement*<sup>912</sup> bezeichnete zusätzliche Prämie in Höhe von 25% eines Monatsgehaltes, mindestens aber 3.000 FF.<sup>913</sup> Dies muß aus Sicht der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre paradox erscheinen: Sie bezahlen aus ihrem Vermögen – nämlich ihrer Dividende - eine Prämie an die Arbeitnehmer, weil durch deren Engagement die Übernahme verhindert werden konnte. Gerade diese Übernahme durch die *BNP* hätte aber nach Ansicht von Börsenanalysten zu einer Höherbewertung der Anteile geführt. Hypothese 29 kann also bestätigt werden.

Insofern kann die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht nur einen Beitrag zur Arbeitsplatzsicherung der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer leisten, sondern auch zum Machterhalt und zur Arbeitsplatzsicherung des Managements – führen feindliche Übernahmen doch regelmäßig dazu, daß die oberen Führungskräfte des übernommenen Unternehmens ausgewechselt werden.

---

<sup>912</sup> Ebenda.

<sup>913</sup> Vgl. ebenda.

## 4.2.2. Unternehmen B

### 4.2.2.1. Präsentation des Unternehmens

Das Unternehmen B ist als eine Holding organisiert, die ihren Hauptsitz im Raum Paris hat. Es wurde in den 50er Jahren als Bauunternehmen gegründet. Heute gehören neben den Aktivitäten im Bausektor zum Teil mehrheitliche Beteiligungen an Unternehmen der Medien- und Telekommunikationsbranche zu den Hauptgeschäftsbereichen. Die in 80 Ländern operierende Gruppe beschäftigt insgesamt über 100.000 Arbeitnehmer, davon ca. 75.000 im Bausektor. Der Kapitalanteil der Arbeitnehmer beträgt über 7% bzw. annähernd 10% der Stimmrechte. Je ungefähr ein Viertel der übrigen Anteile befinden sich in Familienbesitz, im Besitz von ausländischen Anlegern - insbesondere Investmentfonds – und im Besitz von Kleinaktionären. Die restlichen Anteile vereinigen französische institutionelle Anleger auf sich.

Bei den im Betrieb vertretenen Gewerkschaften stößt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung mit Ausnahme der CGT auf Zustimmung

Das Interview fand mit dem „*Directeur du développement des ressources humaines*“ des Unternehmens statt. Ein ausschließlich für die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verantwortlicher Mitarbeiter ist in diesem Unternehmen nicht vorhanden. Da eine Anonymisierung zur Bedingung einer Verwendung der Ergebnisse in dieser Arbeit gemacht wurde, sei es im folgenden ‚Unternehmen B‘ und der Interviewpartner ‚Personalmanager‘ genannt. Eine Aufzeichnung des Interviews war hier nicht möglich. Insgesamt war die Informationsfreudigkeit des Unternehmens im Vergleich zum vorherigen Unternehmen wesentlich geringer. Ein Ergebnisprotokoll des Interviews befindet sich im Anhang (Anhang XII).

Der Kontext der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung stellt sich wie folgt dar: Es wurden zwar zu Beginn der 80er Jahre bereits Gratisaktien ausgegeben, eine massive Beteiligung der Arbeitnehmer erfolgte jedoch erst im Jahre 1990 über einen Unternehmenssparplan. Ein Jahr zuvor starb der Unternehmensgründer, der partizipativen Managementmethoden im allgemeinen und einer Beteiligung der Arbeitnehmer am Unternehmenskapital im besonderen grundsätzlich – auch mit dem Argument „*pas de risque aux salariés*“<sup>914</sup> – ablehnend gegenüber stand. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung beschränkte sich auf die Ausgabe weniger Gratisaktien. Die Unternehmensführung ging nach seinem Tod auf den ältesten Sohn über, was nach Ansicht des Interviewpartners einem Wechsel vom „*patron*“ zum „*manager stratégique*“<sup>915</sup> gleichkam: Die Diversifikation des Unternehmens wurde in den 90er Jahren beispielsweise durch die Gründung bzw. den Erwerb von Unternehmen im Bereich der Telekommunikation, Medien, öffentlichen Versorgung und Ernährung vorangetrieben. Auch im Bereich der Personalpolitik stellte der Übergang auf den Sohn eine Zäsur dar: Während unter der Regentschaft des Firmengründers eher traditionelle Managementkonzepte vorherrschten, förderte sein Nachfolger zu-

---

<sup>914</sup> Interview mit dem Directeur Développement Ressources Humaines am 26. August in Paris

<sup>915</sup> Ebenda.

nehmend partizipative Methoden. Die Zielsetzung bestand darin, einerseits durch einen stärkeren Einbezug der Arbeitnehmer den gerade im Bausektor offensichtlichen Qualitätsproblemen zu begegnen und andererseits die Arbeitsmotivation der Arbeitnehmer – die oftmals saisonal bedingt nur befristet beschäftigt werden – zu erhöhen. Im Bausektor werden die Arbeitnehmer beispielsweise durch die massive Förderung von Qualitätszirkeln stärker einbezogen. Dieser Hintergrund prägt auch die mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung verbundenen Zielsetzungen des Unternehmens: Neben der Verbesserung der Eigenkapitalausstattung und der Vermeidung feindlicher Übernahmen wird insbesondere die stärkere Identifikation der Arbeitnehmer mit dem Unternehmen und seinen Zielen sowie eine Motivationssteigerung der Arbeitnehmer beabsichtigt.

Auch im Unternehmen B kommt der Steigerung des Unternehmenswertes eine besondere Bedeutung zu, allerdings wird offensichtlich versucht, den Begriff „*valeur de l'entreprise*“ nicht auf die Interessen der Kapitaleigner zu reduzieren. Denn während der Präsident in einer Anlage zum Geschäftsbericht 1997 mit Bezug auf die Aktionäre formuliert „*Nous voulons répondre plus encore à la confiance ... de nos actionnaires*“<sup>916</sup>, heißt es in dem gleichen Dokument unter Punkt 1 und Punkt 2 zu den zehn Grundsätzen der Unternehmenskultur:

*„Les hommes sont nos meilleurs atouts. La valeur de l'entreprise est dans la valeur de ses hommes.“*

*„Sans clients, nous n'existons pas. Dans toutes nos activités nous recherchons leur confiance et leur satisfaction.“*<sup>917</sup>

#### 4.2.2.2. Konstruktion der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung

Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zeichnet sich im Unternehmen B durch folgende Konstruktion aus: Den zu Beginn der 80er Jahre ausgegebenen Gratisaktien kommt nahezu keine Bedeutung mehr zu, da die Mehrzahl der Arbeitnehmer ihre Anteile inzwischen verkauft hat. Allerdings ist dem Unternehmen bekannt, daß zahlreiche Arbeitnehmer auf die Realisierung von Kursgewinnen verzichtet haben:

*„La plupart des salariés a vendu ses actions, mais on sait qu'il y a des gens qui conservent leurs actions religieusement.“*<sup>918</sup>

Dies gilt insbesondere für jene Arbeitnehmer, die bereits sehr lange bei dem Unternehmen beschäftigt sind. Es verdeutlicht die emotionale Bindung eines Teils der Belegschaft an das Unternehmen, das noch heute – trotz seine Größe – den Eindruck eines Familienunternehmens hinterläßt.

---

<sup>916</sup> Zitiert nach der Anlage zum Geschäftsbericht 1997, S. 3.

<sup>917</sup> Ebenda, S. 49.

<sup>918</sup> Interview mit dem Directeur Développement Ressources Humaines, a.a.O..

Aktionsoptionspläne bleiben ausschließlich den oberen Führungskräften vorbehalten, die Durchführung dieser Beteiligung erfolgt jedoch in einer als „*très discrète*“<sup>919</sup> bezeichneten Form. Der 1995 eingeführte Aktienoptionsplan sah einen Preisabschlag von 20% und eine gestaffelte Festlegungsfrist von insgesamt 5 Jahren vor – nach Ablauf von zwei Jahren konnte jährlich ein Viertel der gezeichneten Optionen ausgeübt werden. Für den im Jahre 2000 geplanten Optionsplan sind geringere Vergünstigungen vorgesehen: Der Preisabschlag wird lediglich 5% betragen und das Optionsrecht kann frühestens nach fünf Jahren ausgeübt werden.

Neben den Aktienoptionsplänen bietet das Unternehmen ausschließlich eine Aktienbeteiligung über einen *FCPE* im Zuge eines Unternehmenssparplanes an. Der Fonds wird durch das Kreditinstitut *Crédit Lyonnais* verwaltet. Bis 1998 stammten die dem Fonds zugrunde liegenden Aktien ausschließlich aus Kapitalerhöhungen. Die Anlagebeträge der Arbeitnehmer wurden generell in einer Höhe von 30% bezuschußt, auf den Wert der Aktien wurde ein Preisabschlag von 20% gewährt. Die Regelung unterschied sich also von der SG, wo niedrigere Einkommensgruppen bei der Bezuschussung bevorzugt wurden. Eine Folge dieser Politik war nach Ansicht des Personalmanagers, daß bis 1998 lediglich 15% der Beschäftigten an dem Unternehmenssparplan teilnahmen. Die durchschnittliche Beteiligungshöhe betrug zwar 250.000 FF, allerdings befanden sich lediglich 10% des Arbeitnehmer-Kapitalanteils im Besitz der *employés*. 90% des Kapitalanteils besaßen hingegen die *cadres* und die oberen Führungskräfte des Unternehmens.<sup>920</sup> Seit Anfang 1999 erfolgt die Beteiligung ausschließlich über einen Ankauf eigener Aktien. Die Sparbeiträge der Arbeitnehmer werden bis zu einer Höhe von 6.000 FF jährlich zu 100% bezuschußt. Für darüber hinausgehende Beträge bis zu einer Grenze von 14.400 FF beträgt der Zuschuß 50%. Höhere Sparleistungen werden überhaupt nicht unterstützt.<sup>921</sup> Diese Regelungen zielen darauf, mit zunehmendem Einkommen das mit der Anlage verbundene Risiko zu erhöhen und gleichzeitig für niedrigere Einkommensgruppen die Kapitalbeteiligung attraktiver zu machen. Nach Ansicht des Personalmanagers hat diese Neuregelung – neben der aktuell positiven Börsenentwicklung – bereits dazu geführt, daß der Anteil der *employés* an der Aktienbeteiligung der Arbeitnehmer erheblich zunimmt.

↳ Hypothese 32: Wenn die relative Höhe der Zuschüsse des Unternehmens zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung mit abnehmender Einkommenshöhe zunimmt, steigt die Wahrscheinlichkeit einer hohen Teilnahmequote.

---

<sup>919</sup> Ebenda.

<sup>920</sup> Vgl. Internes Magazin des Unternehmen B, Nr. 56, Sommer 1998, S. 2.

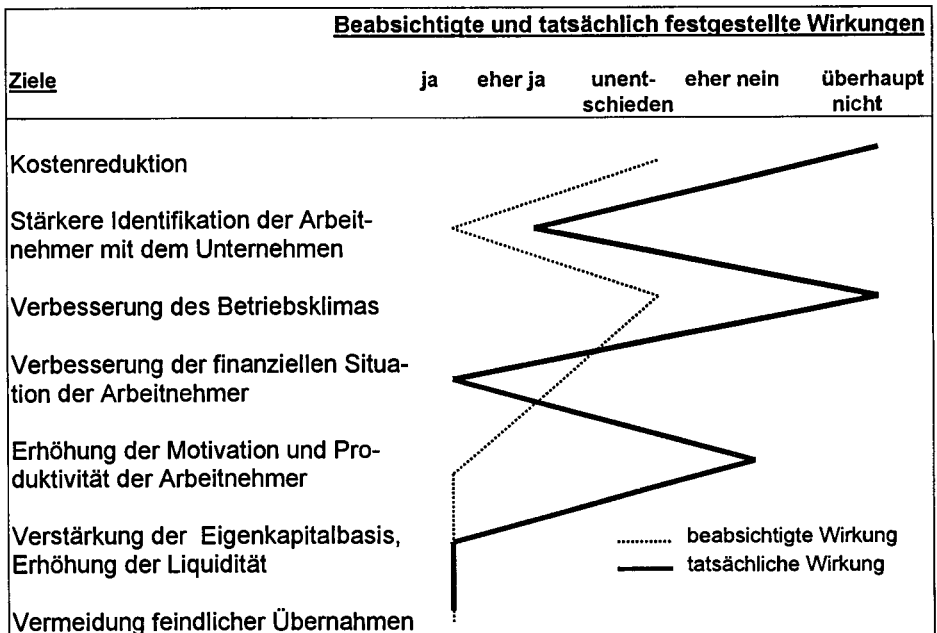
<sup>921</sup> Damit bleiben die Höchstgrenzen des Unternehmens weit unter der durch das Gesetz steuerlich begünstigten Grenze. Diese liegt bei 22.500 FF jährlich.



#### 4.2.2.3. Wirkungen

Aus Sicht des Unternehmens stellen sich die beabsichtigten und die tatsächlich erreichten Zielsetzungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung wie folgt dar:

**Abbildung 11: Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bei dem Unternehmen B**



*Quelle: Eigene Erstellung auf der Grundlage des Interviews (Fragen C.1. und D.4.).*

Im Vergleich zum vorherigen Beispiel zeigen sich zwei wesentliche Unterschiede: Einerseits liegen die Zielsetzungen des Unternehmens B neben den finanzwirtschaftlichen Aspekten auch im Bereich der Verhaltenswirkungen der Arbeitnehmer: Der stärkeren Identifikation der Arbeitnehmer mit dem Unternehmen sowie einer Erhöhung der Motivation und Produktivität der Arbeitnehmer werden höchste Prioritäten zugewiesen. Andererseits fällt die Bilanz der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung aus Sicht des Unternehmens eher negativ aus. Mit Ausnahme der verbesserten finanziellen Situation der Arbeitnehmer, der Verstärkung der Eigenkapitalbasis und der Erhöhung der Liquidität sowie der Vermeidung feindlicher Übernahmen wurden die übrigen Ziele bislang offensichtlich nicht erreicht.

#### 4.2.2.3.1. Analyse aus Sicht einer am Shareholder Value-Konzept orientierten Unternehmensführung

Zunächst stellen auch für dieses Unternehmen die Vergünstigungen im Bereich der Steuern und Sozialabgaben einen Anreiz dieser Beteiligung dar. Allerdings würde das Unternehmen nach Angaben des Personalmanagers die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auch ohne diese Rahmenbedingungen aus strategischen Erwägungen praktizieren, wenngleich in einem etwas geringeren Umfang. Auch in diesem Unternehmen bestätigt sich die Hypothese 1. Die prioritäre Zielsetzung besteht aber in der Verstärkung der **Eigenkapitalbasis** und der Erhöhung der **Liquidität**: Angesichts der hohen Investitionen insbesondere im Telekommunikationsbereich nahm der Verschuldungsgrad – also das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital zu: Während von 1995 bis 1997 das Eigenkapital um ungefähr 30% stieg, verdoppelte sich nahezu das Fremdkapital.<sup>922</sup> Dementsprechend erfolgte bislang die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ausschließlich über Kapitalerhöhungen, 1997 beispielsweise in einem Umfang von ca. 43 Millionen FF.<sup>923</sup> Hierdurch flossen dem Unternehmen 1997 liquide Mittel in einer Höhe von über 300 Millionen FF zu.

↳ **Hypothese 33:** Mit zunehmendem Verschuldungsgrad steigt die Attraktivität der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung als Finanzierungsinstrument.

Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung wird auch wegen der geringeren Suchkosten im Vergleich zu externen Aktionären als attraktiv eingeschätzt. Während durch die genannten finanzwirtschaftlichen Implikationen positive Auswirkungen auf das Umsatzwachstum und auf Investitionen wahrscheinlich sind, werden auch in diesem Unternehmen die Auswirkungen auf die **Umsatzrentabilität** kritischer betrachtet: Nach Meinung des Personalmanagers sehen die Arbeitnehmer die Zuschüsse des Unternehmens zur Beteiligung als ein zusätzliches Einkommen an – allerdings verweist er darauf, daß sie aus Unternehmenssicht in der Realität bereits teilweise als „*une partie intégrante du salaire*“ betrachtet werden. Auf die Lohnforderungen der Arbeitnehmer hat die Beteiligung jedoch keinen Einfluß, was wohl auch auf die Mitte der 90er Jahre unbefriedigende Kursentwicklung der Aktien zurückgeführt werden kann. Hinzu kommt, daß nach Ansicht des Personalmanagers die Beteiligung insgesamt nicht zu einem veränderten Verhalten der Arbeitnehmer führt: So führt sie beispielsweise weder zu einem stärkeren Kostenbewußtsein noch zu einer höheren Produktivität der Arbeitnehmer:

*„On observe une déconnexion totale entre l'actionnariat salarial et les efforts des salariés.“<sup>924</sup>*

<sup>922</sup> Vgl. Anlage zum Geschäftsbericht 1997 des Unternehmen B, S. 15.

<sup>923</sup> Vgl. ebenda, S. 91.

<sup>924</sup> Interview mit dem Directeur Développement Ressources Humaines am 26. August in Paris

Als Hauptgrund hierfür wird angegeben, daß aus Sicht der Arbeitnehmer aufgrund der Größe des Unternehmens kein Zusammenhang zwischen der individuellen Leistung und dem Wert der Kapitalanteile gesehen wird.

↳ **Hypothese 34:** Je kleiner das Unternehmen ist, desto wahrscheinlicher sind Anzeffekte der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung.

Ein Einfluß auf die Realisierung von **Investitionsvorhaben** ist mit der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht verbunden. Auch in diesem Unternehmen beschränken sich die Beteiligungsmöglichkeiten auf eine Vertretung der Arbeitnehmer durch zwei Mitglieder im Aufsichtsrat. Weitere Interessenvertretungsorgane der beteiligten Arbeitnehmer sind nicht vorhanden.

#### 4.2.2.3.3. Analyse aus Sicht der Stakeholder

Im Hinblick auf die Auswirkungen der Beteiligung auf das Einkommen der Arbeitnehmer ist zunächst festzustellen, daß für die Mehrzahl der Arbeitnehmer eine Risikodiversifikation ihrer betrieblichen Sparbeträge nicht möglich ist: Es wird lediglich ein *FCPE* angeboten, der ausschließlich aus Aktien des arbeitgebenden Unternehmens besteht. Aktienoptionspläne bleiben den Führungskräften vorbehalten. Die Arbeitnehmer erhalten also nur dann Zuschüsse, wenn sie sich am Eigenkapital des Unternehmens beteiligen. Angesichts der bis Ende 1998 vergleichbar geringen (maximal 5.040 FF jährlich je Arbeitnehmer) und nach dem Gießkannenprinzip verteilten Zuschüsse (jeder Arbeitnehmer erhielt einen Zuschuß in Höhe von 30% seines Anlagebetrages) sowie der ebenfalls bis Ende 1998 schlechten Performance der Aktie führte die Beteiligung für zahlreiche Arbeitnehmer zu Einkommensverlusten: Ab Mitte der 90er Jahre war die Wertentwicklung der Anteile insbesondere aufgrund eines Rückgangs staatlicher Ausgaben für öffentliche Bauvorhaben im Vergleich zu Börsenindizes unbefriedigend. Der Börsenwert der Anteile sank von 735 FF Ende des ersten Quartals 1994 auf 455 FF gegen Mitte des vierten Quartals 1996.<sup>925</sup> Für viele Arbeitnehmer bedeutete dies, daß trotz der Preisabschläge und Zuschüsse der Wert der Anteile zeitweise unter den Einstandspreisen lag. Vergleichbares galt für die Aktienoptionpläne: Einschließlich des Preisabschlages von 20% betrug bei der Einführung des Plans im Jahre 1995 der Preis für eine Option 495 FF. Als nach Ablauf von 2 Jahren eine erste Tranche mit einem Umfang von einem Viertel der gezeichneten Optionen ausgeübt werden konnte, lag der Wert der Aktie bei 497 FF – der Gewinn betrug also 2 FF. Durch die bereits beschriebene Reform der *FCPE* ab 1999 sollte deshalb vor allem für niedrigere Einkommensgruppen das mit der Anlage verbundene Risiko reduziert werden.<sup>926</sup> Erst durch die günstige Börsenkursentwicklung ab 1998 stieg

<sup>925</sup> Vgl. <http://profiles.wisi.com>, aufgerufen am 27. Oktober 1999.

<sup>926</sup> In einer Beispielrechnung kommt das Unternehmen zu dem Ergebnis, daß diese Arbeitnehmer erst ab einem Wertverlust der Aktien in Höhe von 48% in die Verlustzone geraten. Vgl. interne Mitteilung an Personalverantwortliche des Unternehmens: Métier: RH, Numéro Spécial, 8. November 1998, S. 3.

allmählich die Attraktivität der Aktienbeteiligung für das Einkommen der Arbeitnehmer: Während der Wert einer Aktie gegen Ende des vierten Quartals 1998 noch bei 674 FF lag, hatte er sich gegen Ende des dritten Quartals 1999 auf 1.953 FF annähernd verdreifacht.<sup>927</sup>

Doch auch in diesem Unternehmen scheint die positive Wertentwicklung der Anteile ein Risiko für die Arbeitnehmer zu bergen: Das Unternehmen plant mit dem Hinweis auf die zur Zeit äußerst positive Wertentwicklung des Fonds seit 1997 den Unternehmensplan zunehmend zu einem „*partie intégrante du salaire*“<sup>928</sup> zu machen. Zeiten positiver Börsenkursentwicklungen werden offensichtlich auch in diesem Unternehmen als Anlaß betrachtet, nicht einfach reversible Veränderungen in der Gewichtung von Gehaltsbestandteilen herbeizuführen.

Im Hinblick auf den Wertgenerator Arbeitszufriedenheit konnte für den Aspekt des Einkommens bereits gezeigt werden, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung erst in jüngster Zeit angesichts der Kurssteigerungen zu einem erheblichen Vorteil für die Arbeitnehmer führte. Nach Ansicht des Personalmanagers führte die negative Entwicklung der Aktie ab Mitte der 90er Jahre zu erheblicher Unruhe unter der Belegschaft.

Das Informationsniveau der beteiligten Arbeitnehmer ist im Vergleich zu dem zuvor beschriebenen Unternehmen wesentlich niedriger – obwohl doch gerade eine prioritäre Zielsetzung der Beteiligung darin bestand, die Arbeitnehmer stärker in das Unternehmen einzubeziehen. Denn neben dem jährlichen Geschäftsbericht über den FCPE erhalten die Arbeitnehmer nur einmal im Quartal einen Kontoauszug über den Wert ihrer Anteile. Diese Mitteilungen werden jedoch in keinsten Weise dazu genutzt, die Arbeitnehmer über die allgemeine Situation des Unternehmens zu informieren. Die angestrebte stärkere Bindung der Arbeitnehmer an das Unternehmen kann hierdurch wohl nur schwerlich erreicht werden. Nach Aussagen des Personalmanagers entspricht das Informationsniveau der beteiligten Arbeitnehmer lediglich dem Informationsniveau der übrigen Aktionäre. Positive Wirkungen insbesondere im Bereich der Motivation und der stärkeren Identifikation der Arbeitnehmer mit dem Unternehmen traten zwar direkt zum Zeitpunkt der Ankündigung der Beteiligung ein. Dem Unternehmen gelang es aber nicht, diese Effekte durch eine gezielte Informationspolitik dauerhaft zu verankern. Denn nach Ansicht des Personalmanagers waren sie schon sehr bald nach der Einführung wieder verpufft.

Die mit der Beteiligung verbundenen Möglichkeiten zur Entscheidungspartizipation sind ebenfalls nur rudimentär vorhanden: Einerseits besitzen die Arbeitnehmer-Aktionäre kein Stimmrecht. Denn in den Statuten des FCPE ist festgelegt, daß die Stimmrechtsausübung ausschließlich durch den Fonds selbst erfolgt, eine Rückübertragung der Stimmrechte auf die Arbeitnehmer ist nicht vorgesehen. Den mit einem Doppelstimmrecht ausgestatteten Vorsitz des Aufsichtsrates des Fonds hat traditionell ein Vertreter der Unternehmensleitung inne. Andererseits wird zwar in

---

<sup>927</sup> Vgl. <http://profiles.wisi.com>, a.a.O.

<sup>928</sup> Interview mit dem Directeur Développement Ressources Humaines am 26. August in Paris

einem internen Magazin auf die „*représentation significative*“<sup>929</sup> der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat des Unternehmens hingewiesen, in der Realität bedeutet dies jedoch, daß in dem aus 21 Mitgliedern bestehenden Aufsichtsrat die am Kapital beteiligten Arbeitnehmer insgesamt nur durch zwei stimmberechtigte Mitglieder vertreten sind. Weitere Vertreter der Arbeitnehmer sind in diesem Gremium nicht vorhanden. Den Vertretern der Arbeitnehmer kommt darüber hinaus im Vergleich zu den übrigen Aufsichtsratsmitgliedern ein Sonderstatus zu: Sie werden nicht für 6 Jahre gewählt, sondern nur für 2 Jahre. Diese Einschränkung ist nach Ansicht des Verfassers dieser Arbeit aber nicht dazu angetan, eine fundierte Einarbeitung in die komplexen Aufgabenbereiche des Organs zu gewährleisten. Für das Rollenverständnis der Arbeitnehmer-Vertreter scheint deren Stellung als Kapitaleigner gegenüber ihrem Status als Arbeitnehmer des Unternehmens zu überwiegen – denn nach Auskunft des Personalmanagers kommt es in diesem Organ nicht zu einer Austragung von Konflikten zwischen Arbeitnehmer- und Kapitalinteressen:

*„Il y a une convergence de points de vue. Les représentants des salariés actionnaires ont une confiance absolue dans la direction générale du groupe.“*<sup>930</sup>

Insofern bestätigt sich die Hypothese 28: In diesem Unternehmen führt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zwar dazu, daß die am Kapital beteiligten Arbeitnehmer im Aufsichtsrat repräsentiert sind. Für das Rollenverständnis dieser Vertreter ist aber ihre Position als Kapitaleigner und nicht ihre Arbeitnehmerstellung ausschlaggebend. Offensichtlich vermag die Beteiligung nichts an dem in Frankreich beobachtbaren Phänomen zu ändern, daß die Arbeitnehmer „die Unternehmung als Terrain des Unternehmers“<sup>931</sup> definieren. Ein weiteres Interessenvertretungsorgan der beteiligten Arbeitnehmer ist – im Unterschied zur SG – nicht vorhanden.

In bezug auf die Arbeitsbedingungen ist einerseits festzustellen, daß die Beteiligung im Unternehmen B den Arbeitnehmern keine Handhabe bietet, in diesem Bereich einen Einfluß auszuüben. Hypothese 16 kann also erneut bestätigt werden. Andererseits führt die Beteiligung nicht dazu, daß die Arbeitnehmer eher bereit wären, Entscheidungen zu akzeptieren, die zu einer Verschlechterung der Arbeitsbedingungen führen würden.<sup>932</sup> Eine entsprechende Einstellungsänderung würde nach Ansicht des Personalmanagers nur dann erreicht, wenn die Arbeitnehmer direkt am Unternehmenskapital und nicht lediglich über einen Fonds beteiligt wären.

---

<sup>929</sup> Vgl. Internes Magazin des Unternehmen B, a.a.O., S. 2.

<sup>930</sup> Interview mit dem Directeur Développement Ressources Humaines am 26. August in Paris.

<sup>931</sup> Cleff, Thomas, a.a.O., S. 402.

<sup>932</sup> Auf die Frage, wie die Einstellung der Gruppe der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer gegenüber einer Investition sei, die durch Automatisierung auch zum Abbau von Arbeitsplätzen beitragen würde, antwortet der Personalmanager, daß hier – wie bei den nicht-beteiligten Arbeitnehmern – eine Ablehnung zu erwarten wäre. Er vermutet auch, daß die ausländischen Fonds zustimmend reagieren würden – eine solche Maßnahme allerdings bei den zur Familie des Unternehmensgründers gehörenden Kapitaleignern auf absolute Ablehnung stoßen würde.

Für die Gewinninteressen der übrigen Eigenkapitalgeber führten die kontinuierlichen Kapitalerhöhungen zu Verwässerungseffekten. Diese Praxis wurde jedoch 1999 mit dem Hinweis auf die Benachteiligung der Altaktionäre<sup>933</sup> geändert. Künftig sollen die Aktien des FCPE nur noch aus dem Erwerb eigener Aktien an der Börse stammen. Daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in diesem Unternehmen nicht zu einer Bedrohung der Einfluß- und Kontrollinteressen der übrigen Eigenkapitalgeber führt, konnte bereits gezeigt werden: Die Stimmrechte der Aktien des Fonds werden nicht durch die Arbeitnehmer ausgeübt und die Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre im Aufsichtsrat nutzen dieses Gremium offensichtlich nicht, um Interessen der Arbeitnehmer zu vertreten, die über deren Interessen als Kapitaleigner hinausgehen. Offensichtlich wird deren Rollenverständnis also nicht von ihrem Status als Arbeitnehmer, sondern als Kapitaleigner bestimmt. Dieser Befund läßt jedoch einen weiteren Schluß zu: Gerade weil der Aufsichtsrat nicht als Forum für eine Auseinandersetzung zwischen den Interessen von Kapital und Arbeit genutzt wird, erhöht sich durch den Einbezug der Arbeitnehmer-Aktionäre als Unternehmensinsider die Qualität der Überwachung der Geschäftsführung.

↳ **Hypothese 35:** ist das Rollenverständnis der Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre im Aufsichtsrat von deren Kapitaleignerposition bestimmt, erhöht sich durch diese Unternehmensinsider die Qualität der Überwachung der Geschäftsführung.

Hinsichtlich der Beziehung zwischen dem Unternehmen, seinen Arbeitnehmern und den Kunden sind nach Ansicht des Personalmanagers keine Effekte beobachtbar. Nach Ansicht des Personalmanagers liegt dies daran, daß für den Arbeitnehmer aufgrund der Unternehmensgröße zwischen seinem Verhalten gegenüber dem Kunden und den Erträgen aus der Aktienbeteiligung kein Zusammenhang besteht. Hierdurch bestätigt sich die Hypothese 34.

Da das Arbeitsverhalten der Arbeitnehmer in diesem Unternehmen genauer beobachtbar ist, gilt die Arbeitsüberwachung als die geeignetste Maßnahme für eine Verhaltenssteuerung gegenüber den Kunden, deren Werturteil in diesem Unternehmen insbesondere von der Qualität des gelieferten Produktes abhängt. Der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung kommt nach Ansicht des Personalmanagers hierfür überhaupt keine Funktion zu. Diese Einschätzung ist entgegengesetzt zu den Ergebnissen der SG – sie widerspricht ihnen aber nicht: In diesem Dienstleistungsunternehmen hängt der Wert des Unternehmens für den Kunden insbesondere von der Qualität der Beziehung zu dem Arbeitnehmer ab, die sich beispielsweise in einer guten Beratung niederschlägt. Eine derartige Arbeitsweise läßt sich aber von

<sup>933</sup> In einer internen Mitteilung an die Personalverantwortlichen des Unternehmens wird darauf hingewiesen, daß die Kapitalerhöhung nicht nur die Nicht-Arbeitnehmer-Altaktionäre schädige, sondern auch die bereits an einem FCPE beteiligten Arbeitnehmer. Vgl. interne Mitteilung an Personalverantwortliche des Unternehmens: Métier: RH, Numéro Spécial, 8, November 1998, S. 2.

außen nur schlecht beobachten. Dementsprechend wurde dort die Arbeitsüberwachung als völlig ungeeignet bezeichnet, ein bestimmtes Auftreten im Umgang mit den Kunden zu steuern. Hingegen wurde der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung durchaus eine – wenn auch im Vergleich zur Gewinnbeteiligung nachgeordnete – Bedeutung für eine entsprechende Verhaltenssteuerung zugemessen.

↳ **Hypothese 36:** Je höher der Anteil an Dienstleistungen eines Unternehmens ist, desto eher ist die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zur Verhaltenssteuerung gegenüber den Kunden geeignet.

Insgesamt sieht das Unternehmen bei der Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer erheblichen Reformbedarf: Denn wie gezeigt wurde, fällt die Bilanz über die bisherige Form der Beteiligung im Zuge eines FCPE insbesondere im Bereich der angestrebten Verhaltenswirkungen bei den Arbeitnehmern negativ aus. Während die finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen erreicht wurden, führt nach Ansicht des Personalmanagers gerade diese indirekte Beteiligung nicht zu einem „*comportement actionnaire des salariés*“. Abhilfe soll deshalb eine für das Jahr 2000 geplante Reform der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in diesem Unternehmen schaffen: Eine bereits gebildete Arbeitsgruppe berät über die Modalitäten eines neuen Belegschaftsaktienplans – hier soll der Erwerb der Aktien jedoch nicht über einen FCPE, sondern direkt durch die Arbeitnehmer erfolgen. Denn in dem Unternehmen herrscht inzwischen die Meinung, daß die bisher praktizierte Fondslösung ursächlich dafür ist, daß die beabsichtigten Verhaltenswirkungen bei den Arbeitnehmern bislang nicht eingetreten sind.

#### **4.3. Zwischenfazit III**

Die vorangegangenen drei Analyseschritte lassen folgende zentrale Schlüsse zu:

Für die Verbreitung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich haben die steuer- und abgabenrechtlichen Rahmenbedingungen eine besondere Bedeutung. Sowohl die Sekundäranalyse empirischer Studien als auch die eigene Untersuchung ergab, daß die Beteiligung ohne die vorhandenen Vergünstigungen in wesentlich geringerem Maße angewendet werden würde. Dennoch kann dies allein nicht der Hauptgrund für eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung sein. Denn entscheidend ist viel eher, ob die Beteiligung eine zusätzliche Ausgabe des Unternehmens darstellt oder ob durch sie lediglich bereits bestehende Ausgaben ersetzt werden können oder in der Zukunft ersetzt werden sollen: Ist die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung Bestandteil einer Strategie der Lohnflexibilisierung, werden also ehemals fixe Lohnbestandteile durch diese Beteiligung ersetzt, kann sie durchaus eine wertsteigernde Maßnahme im Sinne des Shareholder Value-Konzeptes darstellen. Bisher fixe Lohnbestandteile werden von Steuern und Sozialabgaben befreit. Die gesunkenen Lohnstückkosten können zu einem Umsatzwachstum und zu einer höheren Umsatzrentabilität beitragen. Die Attraktivität als Finanzierungs-

alternative nimmt zu. Und (Des-)Investitionsmaßnahmen bleiben auch dann dem Einflußbereich der Arbeitnehmer weitgehend verschlossen, wenn sie am Kapital des Unternehmens beteiligt sind - ob die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nun ein zusätzliches Einkommen darstellt oder nicht. Ähnliche Wirkungen stellen sich dann ein, wenn Wertsteigerungen der Aktien der Arbeitnehmer als Argumentation für moderate Lohnentwicklungen vorgehalten werden.

In der betrieblichen Realität französischer Unternehmen zeigt sich aber, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung – außer wenn die angelegten Beträge aus dem *intéressement* oder der *participation* stammen – bislang vorwiegend eine zusätzliche Ausgabe des Unternehmens darstellt: Das Einkommen als wichtigstes Unterziel der Arbeitnehmer nimmt zu, was sich auch positiv auf die Arbeitszufriedenheit auswirken kann. Die verbesserte Eigenkapitalbasis kann die Krisenfestigkeit des Unternehmens erhöhen, die Arbeitsbedingungen verschlechtern sich zumindest nicht durch die Beteiligung. Die Konstruktion der *FCPE* kann dazu führen, daß die Arbeitnehmer an Entscheidungsprozessen teilnehmen. Ist die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung etwa tatsächlich eine Maßnahme zur Befriedigung der Ansprüche der Stakeholdergruppe Arbeitnehmer?

Die eigene Untersuchung bei zwei französischen Aktiengesellschaften gibt hierzu genaueren Aufschluß: In beiden Unternehmen ist die Tendenz feststellbar, die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zunehmend zu einem ‚*partie intégrante du salaire*‘ zu machen. Was gestern noch eine zusätzliche Ausgabe war – nämlich die Zuschüsse des Unternehmens zur Beteiligung – kann morgen schon als Hebel dienen, Personalkosten zu sparen: Für bereits bestehende Beteiligungen liefern die haussierenden Börsen den Arbeitgebern ausreichende Argumentation, Kursgewinne als Kompensation für geringere Lohnzuwächse oder gar „Nullrunden“ vorzuhalten. Und für künftige Beteiligungen steigt angesichts der Aussicht auf Börsengewinne die Akzeptanz der Arbeitnehmer, die Aktien zunehmend als Bestandteil ihres bestehenden Entgelts und nicht als zusätzliches Einkommen zu akzeptieren. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung führt also angesichts der gegen Ende der 90er Jahre boomenden Börsen durchaus zu einer Verbesserung der Vermögensposition der Arbeitnehmer, die bei einer Realisierung von Kursgewinnen auch zu einer Einkommenserhöhung führen sollte.

Dennoch steigt aber das Einkommensrisiko der Arbeitnehmer – hängt doch ein Teil ihres Einkommens von den Unwägbarkeiten der internationalen Finanzmärkte ab. Die Arbeitszufriedenheit der Arbeitnehmer wird jedoch durch die Beteiligung nur steigen, wenn sich die positive Börsenentwicklung fortsetzt. Ist dies nicht der Fall, kommt es im Vergleich zu einer Situation ohne Beteiligung zu einem Einkommensrückgang und einer Abnahme der Arbeitszufriedenheit.

Weil die Beteiligung nicht mit Einflußmöglichkeiten verbunden ist, die sich auf die Arbeitsplatzebene auswirken, lassen sich auch keine Querbezüge zu den Arbeitsbedingungen – die trotz der Beteiligung für die Arbeitnehmer nicht an Bedeutung verlieren - konstruieren. Die Arbeitsplatzsicherheit vermag sich durch die Beteiligung dann zu verbessern, wenn die Eigenkapitalbasis des Unternehmens gefestigt werden kann. Hinweise hierzu ergeben sich aus der eigenen Untersuchung. Auch



mag die nachgewiesene Lohnflexibilisierungsfunktion einen Beitrag zur Arbeitsplatzsicherheit zu leisten – sie muß in diesem Fall vom Arbeitnehmer allerdings durch ein gesunkenes Einkommen erkaufte werden. Vertraglich vereinbarte flankierende Maßnahmen zur Beschäftigungssicherung lassen sich allerdings weder aus den empirischen Untersuchungen noch aus den beiden Fallstudien ableiten.

Für die übrigen Eigentümer des Unternehmens, die Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre, führt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zunächst nur in Ausnahmefällen zu einer Kapital- und Dividendenverwässerung: Die Aktien der Arbeitnehmer stammen in der Mehrzahl der Unternehmen aus einem Ankauf an der Börse und nicht aus Kapitalerhöhungen. Die eigene Untersuchung zeigt außerdem, daß Unternehmen mit dem Hinweis auf die Benachteiligung dieser Aktionärsgruppe den Weg einer Kapitalerhöhung durch den eines Ankaufs eigener Aktien ersetzen. Die feststellbare Tendenz, wonach die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zunehmend als Instrument mit dem Ziel *„maîtriser l'évolution des salaires“* eingesetzt wird, entspricht den langfristigen Gewinninteressen.

Die Einfluß- und Kontrollinteressen bleiben nahezu unberührt: Der Kapitalanteil der Arbeitnehmer liegt zumeist unter 10% und somit weit unter einer Sperrminorität. Die Teilnahmebereitschaft der Arbeitnehmer an den Hauptversammlungen ist relativ gering - insbesondere dann, wenn sie im direkten Besitz von Aktien sind und nicht über Anteile an einem *FCPE* beteiligt sind. In den Aufsichtsorganen führt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auch nicht zu einer Einschränkung der Kontrollmöglichkeiten der übrigen Aktionäre – eher im Gegenteil: Erstens sind die am Kapital beteiligten Arbeitnehmer in diesen Gremien – wenn überhaupt – ohnehin nur in weit unterparitätischer Anzahl vertreten. Zweitens ist es ein Ergebnis der eigenen Untersuchung, daß die Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre ihr Rollenverständnis sowohl in den Aufsichtsräten der *FCPE* als auch in den Aufsichtsräten der Unternehmen vorwiegend an ihrem Kapitaleignerstatus ausrichten. Angesichts einer *„convergence de points de vue“* und einer *„confiance absolue dans la direction“*<sup>934</sup> ist nicht davon auszugehen, daß gerade in diesem Gremium die Interessengegensätze zwischen Kapital und Arbeit ausgetragen werden. Schließlich scheint es vor diesem Hintergrund viel eher wahrscheinlich, daß die Qualität der Geschäftsüberwachung durch den Aufsichtsrat angesichts der Vertreter der beteiligten Arbeitnehmer als Unternehmensinsider zunimmt.

Für die letzte der hier betrachteten Stakeholder, die Kunden des Unternehmens, lassen sich nur schwerlich Querbezüge zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung konstruieren: Daß die Beteiligung Auswirkungen auf die Preiswürdigkeit eines Produktes oder einer Dienstleistung hat, ist zu bezweifeln. Zumindest die beiden eigenen Fallstudien ergeben, daß in diesen Unternehmen nahezu kein Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und der Leistung des Arbeitnehmers gesehen wird – ausschlaggebend hierfür ist nach Ansicht der Interviewpartner die Größe der Unternehmen. Außerdem können durch die rechtlichen Ein-

---

<sup>934</sup> Interview mit dem Directeur Développement Ressources Humaines am 26. August in Paris

schränkungen die meisten Beteiligungsformen ohnehin nicht von einem bestimmten individuellen Verhalten der Arbeitnehmer abhängig gemacht werden. Auswirkungen auf die Qualität sind vor diesem Hintergrund nur wenig wahrscheinlich. Der Preis könnte allerdings insbesondere durch die feststellbare Tendenz, die Beteiligung zunehmend als ein Instrument zur Lohnflexibilisierung einzusetzen, das zudem noch steuerlich subventioniert ist, für die Kunden attraktiver werden. Diese Aussage kann aber nur dann Gültigkeit haben, wenn sich die Preisgestaltung vorrangig an den Kosten orientiert. Schließlich war zu überprüfen, ob die Beteiligung zu einer Integration des Arbeitnehmers in das Unternehmens führt, die über die ökonomische Beziehung hinaus auch eine soziale Einbindung des Arbeitnehmers fördert. Als Indikator hierfür könnte eine verbessertes Betriebsklima gelten. Eindeutige Ergebnisse hierzu lassen sich jedoch weder aus der Sekundäranalyse empirischer Studien noch aus den eigenen Fallbeispielen ziehen.

## 5. Schlußbetrachtung

### 5.1. Zusammenfassung der Ergebnisse

Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit war die Frage, ob zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und dem Wert eines Unternehmens ein Zusammenhang besteht – verweisen doch die Anbieter von Indexschemen, denen ausschließlich Gesellschaften mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zugrunde liegen, darauf, daß in solchen Unternehmen „aus Motivation Rendite wird.“<sup>935</sup>

Zunächst ist festzustellen: Es wird dem umfassenden Katalog an Auswirkungen dieser Beteiligung nicht gerecht, wenn sich die Argumentation für eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung lediglich um auftretende Motivationssteigerungen rankt. Denn gerade diese erwiesen sich als sehr zweifelhaft – zeigte doch beispielsweise die eigene Untersuchung, daß in beiden Unternehmen kein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und der Leistungsbereitschaft der Mitarbeiter vermutet wird. Die Beteiligung mag zwar zu einer stärkeren Bindung an das Unternehmen führen, direkte Effekte auf das tägliche Arbeitsverhalten mögen aber – wenn überhaupt – lediglich eher in kleineren Unternehmen auftreten. Insofern kann die Argumentation der ABN AMRO-Bank wohl eher als das Ausnutzen eines populären – aber nicht zutreffenden - Klischees bezeichnet werden: Beteiligte Mitarbeiter sind automatisch auch motivierte Mitarbeiter.

Vor diesem Hintergrund erwies es sich deshalb als vorteilhaft, in dieser Arbeit ein übergeordnetes Kriterium - den Unternehmenswert - als Maßstab für die Beurteilung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung heranzuziehen. Allerdings führte diese Wahl dazu, daß verschiedene Methoden und Konzepte der Unternehmensbewertung auf ihre Eignung für die Fragestellung der Arbeit überprüft werden mußten. Dabei zeigte sich, daß keines der vorhandenen Konstrukte allein imstande gewesen wäre, die einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zugeschriebenen Wirkungen umfassend abzubilden. Unter den vorhandenen Alternativen wurden deshalb sowohl das Shareholder Value-Konzept als auch das Stakeholder Value-Konzept als zwei sich ergänzende Instrumente ausgewählt.

Wer das Shareholder Value-Konzept in Verkenning der zugrunde liegenden Annahmen jedoch einzig auf das Ziel einer kurzfristigen Aktienkurssteigerung reduziert, mag für die Bewertung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu einem negativen Ergebnis kommen – liessen sich doch in Frankreich zwischen Beteiligungs- und Nicht-Beteiligungsunternehmen in den ersten Jahren nach der Einführung einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung keine signifikanten Unterschiede bei der Kursentwicklung feststellen. Ob also die in den entsprechenden Indizes dokumentierte Höherbewertung von Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf diese Beteiligung zurückzuführen ist, bleibt anzuzweifeln. Sie mag zwar hierzu durchaus einen Beitrag zu leisten – wahrscheinlicher ist aber, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung für einen Investor eher als Indikator dafür geeignet sein kann, daß sich

---

<sup>935</sup> ABN AMRO, a.a.O., S.2.

ein Unternehmen - auch in anderen Bereichen als dem Personalmanagement - von traditionellen Strukturen löst und somit eine bessere Anpassungsfähigkeit an ständig wechselnde Markterfordernisse aufweist.

Die genauere Analyse anhand der Wertgeneratoren des Shareholder Value-Konzeptes ergab, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung langfristig durchaus einen Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes zu leisten vermag – dieser Beitrag aber mit zunehmendem Umfang der Beteiligung abnimmt.

Es wurde deutlich, daß ein positiver Zusammenhang zwischen der Beteiligung und den Wertgeneratoren des Konzeptes insbesondere von der Vorteilhaftigkeit der gesetzlichen Grundlagen im Bereich der Steuern und Abgaben abhängig ist. Die vorgenommene Analyse legt die Vermutung nahe, daß ohne diese Rahmenbedingungen der Umfang der Beteiligung in Frankreich wesentlich geringer wäre. Daß Unternehmen eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung offensichtlich erst dann massiv forcieren, wenn günstige steuerliche Rahmenbedingungen vorhanden sind, verdeutlicht bereits die mit der Beteiligung verbundene Hauptstoßrichtung: Es scheint weniger darum zu gehen, die Arbeitnehmer ‚als Bürger der Organisation‘ stärker in das Unternehmen einzubinden und sie auch zu Miteigentümern mit den entsprechenden Rechten und Pflichten zu machen. Viel eher stehen finanzwirtschaftliche Zielsetzungen im Vordergrund, die sich neben dem Einsparen von Steuern und Sozialabgaben auch auf den Beitrag der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zur Verstärkung der Eigenkapitalausstattung und zur Reduzierung fixer Lohnbestandteile beziehen. Die Analyse verdeutlichte aber auch, daß nur im Bereich der Steuern – wenn entsprechende Rahmenbedingungen vorhanden sind - eine eindeutige Vorteilhaftigkeit dieser Beteiligung festzustellen ist. Bei den anderen Wertgeneratoren sind die Zusammenhänge weitaus weniger eindeutig – hier hängen die Wirkungen stark vom spezifischen Kontext des Unternehmens und von der praktischen Ausgestaltung der Beteiligung ab. Dies gilt insbesondere für die Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auf die Lohnkosten des Unternehmens: Wenn die Beteiligung kein zusätzliches Einkommen der Arbeitnehmer darstellt ist eine positive Wirkung auf die Wertgeneratoren wahrscheinlich. Aus Sicht einer am Shareholder Value-Konzept orientierten Unternehmensführung ist für die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung insgesamt aber durchaus zu folgern: Sie kann eine Maßnahme darstellen, die zu steigenden Cash Flows und somit zu einem höheren Unternehmenswert beiträgt.

Durch das Stakeholder Value-Konzept wurde das Analysefeld erweitert: Es standen nicht mehr die Wertgeneratoren eines Konzeptes – des Shareholder Values – im Vordergrund, sondern die Wertgeneratoren zentraler Stakeholder-Gruppen. Dadurch wurde die Anzahl der Wertgeneratoren und somit die Komplexität des Betrachtungsfeldes erhöht. Dies führte dazu, daß die Ergebnisse uneindeutiger waren als beim Shareholder Value-Konzept. Doch auch die Analyse auf der Grundlage dieses erweiterten Konzeptes führt zu dem Schluß, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung durchaus eine Maßnahme zu Steigerung des Unternehmenswertes darstellen kann.

Für die Gruppe der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre konnte am Beispiel Frankreichs gezeigt werden, daß deren Interessen durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht bedroht sind, sondern langfristig eher gefördert werden können: Gelingt es, das der Beteiligung immanente Lohnflexibilisierungspotential zu nutzen, steigt die Wahrscheinlichkeit sinkender Kosten und somit steigender Gewinnausschüttungen. Die Einfluß- und Kontrollinteressen dieser Gruppe werden in Frankreich durch die Beteiligung offensichtlich nicht substantiell unterminiert. Es zeigte sich, daß einerseits nur die Minderheit der beteiligten Arbeitnehmer an der Teilhabe an Entscheidungsprozessen interessiert ist – wenngleich die Konstruktion der *FCPE* zu einem stärkeren Interesse der Arbeitnehmer am Unternehmen beiträgt als ein direkter Aktienbesitz. Andererseits scheinen die in Aufsichtsgremien vorhandenen Vertreter der am Kapital beteiligten Arbeitnehmer ihr Rollenverständnis nicht von ihrem Arbeitnehmer-, sondern von ihrem Kapitaleignerstatus abzuleiten. Die Wahrscheinlichkeit, daß der Informationsstand und somit die Überwachungsqualität der Aufsichtsgremien steigt, kann somit zunehmen. Dennoch muß aus Sicht dieser Stakeholder ein zwiespältiger Beigeschmack verbleiben: Kann – wie in Frankreich beobachtbar – die Unternehmensleitung den Kapitalanteil der Arbeitnehmer als Manövriermasse gegen feindliche Übernahmen einsetzen, nimmt die Disziplinierungsfunktion des Marktes auf das Management des Unternehmens ab.

Ob die Beteiligung dazu dient, die Erwartungen der Arbeitnehmer an das Unternehmen zu erfüllen, hängt davon ab, welche Priorität den Zielen dieser Stakeholdergruppe – besonders im Vergleich zu jenen der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre – bei der Ausgestaltung eingeräumt wird. Am Beispiel Frankreichs zeigte sich: Lediglich für das Einkommen der Arbeitnehmer lassen sich positive Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eindeutig ableiten. Doch auch hier verbleibt ein ‚bitterer Beigeschmack‘ – stellte sich doch bei beiden Unternehmen heraus, daß mit der Beteiligung langfristig eher die Zielsetzung verfolgt wird, die Personalkosten zu reduzieren. Verstärkt wird dieser Beigeschmack durch das mit der Aktienbeteiligung verbundene Risiko von Kursschwankungen. Ähnliches gilt für die Einflußnahme auf Entscheidungen: Die rechtlichen Rahmenbedingungen ermöglichen es den Unternehmen, durch die regelmäßig vorfindbare Konstruktion der *FCPE* den Arbeitnehmern die Aktionärsrechte zumindest teilweise zu entziehen. Insofern kann für das Beispiel Frankreichs geschlossen werden: In der Praxis ist die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung dort keine geeignete Maßnahme zur Entscheidungspartizipation der Arbeitnehmer, sondern viel eher ein Hinweis auf die Notwendigkeit, diese unabhängig von einem Kapitalbesitz der Arbeitnehmer gesetzlich zu regeln. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bietet also zwar durchaus Ansätze, die Wertgeneratoren der Mitarbeiter positiv zu beeinflussen. Dem liegt jedoch kein Automatismus zugrunde, sondern entsprechende Wirkungen hängen viel eher von der praktischen Ausgestaltung ab.

Offenbar bleibt das Spannungsfeld zwischen den übrigen Eigentümern des Unternehmens und den beteiligten Arbeitnehmern bestehen – zeigte sich doch, daß die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nicht dazu führt, daß für die beteiligten Beschäftigten insgesamt das Verfolgen von Arbeitnehmerinteressen an Bedeutung

verliert. Dies mag ein Grund dafür sein, daß den Nicht-Arbeitnehmer-Aktionären die Beteiligung mit dem fragwürdigen Argument einer steigenden Motivation der Arbeitnehmer ‚verkauft‘ werden muß. Der Interessengegensatz zwischen Kapital und Arbeit kann durch eine derartige Beteiligungsform nicht aufgelöst werden – gleichwohl sie durchaus einen Beitrag zur Annäherung der Positionen zu leisten vermag. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ist also grundsätzlich keine Maßnahme, die – einem Automatismus vergleichbar – die Interessen der Stakeholder befriedigt, da die Ziele der Stakeholder trotz der Beteiligung divergierend bleiben. Am Beispiel des für die Arbeitnehmer zentralen Wertgenerators ‚Einkommen‘ bedeutet dies: Stellt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung ein zusätzliches Einkommen der Arbeitnehmer dar, dient dies zwar den Interessen der Arbeitnehmer, widerspricht aber den Gewinnzielen der übrigen Aktionäre – vor allem deshalb, weil dadurch zusätzliche Kosten entstehen, sich von der Beteiligung aber keine direkten Effekte auf das Leistungsverhalten der Arbeitnehmer ableiten lassen. Ist die Beteiligung andererseits beispielsweise mit flankierenden Maßnahmen zur Arbeitsplatzsicherheit verbunden, entpricht auch dies den Interessen der Arbeitnehmer – widerspricht aber wiederum erneut den Gewinnzielen der übrigen Eigenkapitalgeber, da solche Maßnahmen ebenfalls mit zusätzlichen Kosten verbunden sind.

Für die Kunden schließlich erwiesen sich Verbindungen zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und den Zielsetzungen dieser Stakeholder als zweifelhaft: Hier erscheinen positive Zusammenhänge nur dann wahrscheinlich, wenn sich durch die Beteiligung einerseits die Preiswürdigkeit eines Produktes erhöht und andererseits das Verhalten der Mitarbeiter kundenorientierter darstellt. Zumindest für die letztere Bedingung kann für das Beispiel Frankreichs geschlossen werden, daß derartige Effekte eher unwahrscheinlich sind.

Sollte ein Investor einem Unternehmen mit einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung nun einen höheren Wert zuschreiben als einem vergleichbaren Unternehmen ohne diese Beteiligung? Eine eindeutige Antwort kann durch die vorliegende Arbeit nicht geliefert werden. Auch die Tatsache, daß entsprechende Indizes einen positiven Zusammenhang unterstellen, läßt einen entsprechenden und generalisierbaren Schluß nicht zu. Viel eher zeigte sich, daß angesichts der beschriebenen Wirkungsvielfalt zwar ein positiver Zusammenhang zum Unternehmenswert vermutet werden kann, jedoch bei entsprechender Ausgestaltung in der betrieblichen Praxis durch die Beteiligung auch Unternehmenswert nach den verschiedenen Herangehensweisen an den Begriff vernichtet werden kann.

Ein Automatismus zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und der Wertsteigerung eines Unternehmens ist nicht feststellbar. Nach dem Shareholder Value-Konzept hängt der tatsächliche Beitrag der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zur Steigerung des Unternehmenswertes davon ab, ob aus Sicht des Unternehmens ein bestimmter Handlungsbedarf – beispielsweise Senkung von Steuern und Abgaben, Reduzierung von Lohnkosten und Erhöhung der Eigenkapitalquote – vorhanden ist. Vergleichbares gilt auch für eine am Stakeholder Value-Konzept orientierte Unternehmensführung. Hier erweisen sich die Effekte der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung

allerdings als wesentlich schwieriger steuerbar – da sie sich eben nicht nur in quantifizierbaren Daten niederschlagen, sondern auf Erwartungen von Menschen treffen. Wird die Beteiligung lediglich als Folge eines Managementtrends eingeführt, mag dies bei einer nicht-erwartungskongruenten Gestaltung sogar dazu führen, daß die Stakeholder ihre Teilhabe an der Organisation teilweise aufkündigen und somit auch der Unternehmenswert sinkt. In keinem Fall ist die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung eine Maßnahme, die automatisch die Interessen aller Stakeholder befriedigt. Aus Sicht dieses Konzeptes bleiben also unter dem Ziel einer Steigerung des Unternehmenswertes weitere flankierende Maßnahmen notwendig, um den Eingriff in die Interessen der Stakeholder, der durch die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung erfolgt, auszutariieren.

## **5.2. Ausblick**

Die Ergebnisse der Arbeit stellen einen ersten Schritt dar, den Zusammenhang zwischen der Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens und dem Wert eines Unternehmens zu beleuchten. Während sich in der vorhandenen Literatur zahlreiche Belege für einzelne Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung – beispielsweise im Bereich der Finanzierung oder der Personalführung – finden lassen, sind Effekte auf übergeordnete Kriterien wie beispielsweise dem Unternehmenswert bislang nicht dokumentiert. Dies mag einerseits daran liegen, daß der Unternehmenswert – sofern er nicht nur dem Aktienkurs gleichgesetzt wird – ein offensichtlich nur schwer operationalisierbarer Begriff ist. Andererseits steht die Forschung aber vor dem Problem, Wirkungszusammenhänge zu bewerten, die weder eindeutig identifizierbar noch genau quantifizierbar sind. Dies gilt auch dann, wenn der untersuchte Zusammenhang am Beispiel eines konkreten Unternehmens, das bereits eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung anbietet, dargestellt wird. Abhilfe könnte hier also ein Untersuchungsdesign leisten, durch das über einen längeren Zeitraum die Einführung eines solchen Beteiligungsmodells und sich einstellende etwaige Auswirkungen beobachtet werden können. Denkbar wäre auch, zwei Gruppen von Unternehmen – nämlich Beteiligungs- und Nicht-Beteiligungsunternehmen – über mehrere Jahre hinweg zu vergleichen. Zur Vereinfachung könnten auch zwei vergleichbare Unternehmen – beispielsweise ähnlicher Größe und aus der gleichen Branche – zum Gegenstand einer Untersuchung gemacht werden. Dadurch könnte es in Teilbereichen gelingen, die Auswirkungen einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung auch quantitativ zu erfassen. Eine derartige Vorgehensweise könnte zudem dazu beitragen, über die Aussagen in dieser Arbeit hinausgehende Bedingungen für eine den Unternehmenswert steigernde Gestaltung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zu modellieren.

Eine weitere Forschungsnotwendigkeit besteht darin, die Auswirkungen der Beteiligung auf das Einkommen der Arbeitnehmer empirisch genauer zu erfassen. Wie in dieser Arbeit gezeigt werden konnte, liegt hierin eine zentrale Determinante für eine positive oder negative Verbindung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zum Unternehmenswert. Nachzugehen ist dabei der Frage, ob es nicht weniger die erhöhte Motivation der Arbeitnehmer ist, die sich positiv auf den Unternehmenswert

auswirkt, sondern viel eher die gestiegene Bereitschaft der Arbeitnehmer, angesichts des Aktienbesitzes auch für niedrigere Löhne zu arbeiten. In diesem Zusammenhang drängt sich auch die Frage auf, ob die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung bei längerfristig sinkenden oder drastisch einbrechenden Börsenkursen nicht dazu führt, daß die Arbeitnehmer ihre Leistungsbereitschaft für die Organisation erheblich unter das Niveau ohne eine derartige Beteiligungsform senken. Dies könnte dazu führen, daß der Wert eines Unternehmens stärker sinkt als bei vergleichbaren Unternehmen ohne diese Beteiligungsform. Angesichts der Börsenentwicklung in den 90er Jahren wird die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung jedoch vorwiegend in Verbindung mit Einkommenschancen thematisiert, die vorhandenen Risiken und die durchaus offensichtlichen zusätzlichen Gefahren einer Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung für den Unternehmenswert scheinen angesichts der beobachtbaren Euphorie an den Aktienmärkten allerdings in den Hintergrund zu treten. Dem sollte sich die Forschung nicht anschließen.

Schließlich sollte genauer der Frage nachgegangen werden, ob es durch diese Beteiligung tatsächlich zu einer Machtkumulation der Arbeitnehmer kommt. Wie in dieser Arbeit gezeigt werden konnte, wird die Position der Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre in den Aufsichtsräten von deren Kapitaleignerstatus dominiert. Dadurch ist die Macht der übrigen Kapitaleigner nicht bedroht – im Gegenteil: Der Informationsstand des Gremiums nimmt zu und damit auch die Qualität der Kontrolle der Geschäftsführung. Hinzu kommt, daß Belege dafür vorhanden sind, daß die Macht der Gewerkschaften durch eine Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung zumindest bedroht zu sein scheint. Darüber hinaus besteht die Gefahr, daß die Belegschaft in am Kapital beteiligte und nicht am Kapital beteiligte Arbeitnehmer aufgespalten wird und somit keine homogene Gegenmacht mehr darstellt. Insgesamt würde es dadurch eher zu einer weiteren Machtkumulation der Nicht-Arbeitnehmer-Aktionäre kommen. Ein Forschungszweig sollte sich also aus rollentheoretischer Perspektive damit beschäftigen, wie sich die Beteiligung auf die Rollenwahrnehmung von Arbeitnehmer-Aktionären und ihrer Vertreter auswirkt.

Der hier schlaglichtartig vorgestellte Forschungsbedarf ließe sich erheblich weiter ausdifferenzieren. Dabei sei empfohlen, auch in künftigen Arbeiten den Bezug zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und einem übergeordneten Kriterium – beispielsweise dem Unternehmenswert in der hier vorgestellten differenzierten Sichtweise – als ein Maßstab für die Analyse heranzuziehen. So kann angesichts des tatsächlich zunehmenden Wettstreits der Unternehmen um Investoren die Bedeutung des Personalwesens für den Unternehmenserfolg verdeutlicht und in der Wissenschaft der Status der Personalforschung innerhalb der Betriebswirtschaftslehre dokumentiert werden. Ansonsten droht dem Aspekt „Personal“ in der betrieblichen Praxis die Marginalisierung als Kostenfaktor und in der Wissenschaft der teilweise Verlust des Renommées einer etablierten Teildisziplin.

Die hier abschließend aufgeworfenen Fragen sowie die in der Arbeit entwickelten Hypothesen mögen den Ausgangspunkt für weitere Forschungen in diese Richtung darstellen.



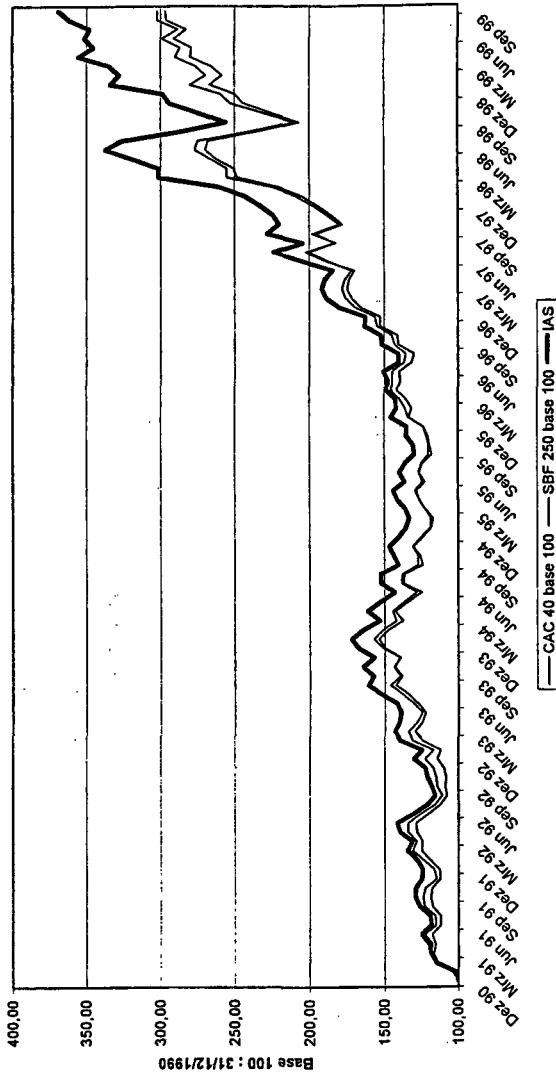
## **Anhang**

**Seite**

I. Vergleich der Wertentwicklung des französischen „Indice de l'Actionnariat Salarié“ mit dem französischen Börsenindex CAC 40	215
II. Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und den Wertgeneratoren des Shareholder Value-Konzeptes	216
III. Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und den Wertgeneratoren des Stakeholder Value-Konzeptes	217
IV. Beteiligungsformen mit vorwiegend indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung	219
V. Zielsetzungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich	220
VI. Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich auf Wachstums- und Rentabilitätsindikatoren	221
VII. Anschreiben	222
VIII. Interviewerleitfaden	223
IX. Ergebnisprotokoll des Interviews bei der <i>Société Générale</i>	237
X. Beispiel für eine monatliche Mitteilung an die Arbeitnehmer über die Wertentwicklung der Fonds	246
XI. Mitteilung der Unternehmensleitung der Société Générale an die beteiligten Arbeitnehmer über die ablehnende Haltung des Fonds „E“ gegenüber der Übernahme durch die BNP	247
XII. Ergebnisprotokoll des Interviews bei dem Unternehmen B	248

**I. Vergleich der Wertentwicklung des französischen „Indice de l'Actionariat Salaré“ mit dem französischen Börsenindex CAC 40.**

**Evolution depuis le 31/12/1990 des indices IAS, CAC 40, SBF 250**



Quelle: <http://www.associés-finances.com/IAS.htm>, aufgerufen am 25. Oktober 1999

## II. Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und den Wertgeneratoren des Shareholder Value-Konzeptes

Wertgeneratoren	Wertgenerierende Wirkungen	Wertvernichtende Wirkungen
<p>Umsatzwachstum und Umsatzrentabilität</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Reduktion von Informationsasymmetrien und dadurch Aufdeckung von Kosteneinsparpotentialen</li> <li>→ Reduktion von Such-, Einstellungs- und Einarbeitungskosten durch Fluktuationsrückgang</li> <li>→ Geringere Lohnstückkosten durch Rückgang der Absentismusrate und Erhöhung der Produktivität</li> <li>→ Geringere Lohnkostensteigerung durch Lohnzurückhaltung der Arbeitnehmer</li> <li>→ Steigerung des Umsatzes durch erhöhte Leistungsbereitschaft der Arbeitnehmer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Einführungs- und Verwaltungskosten</li> <li>→ Kosten für Zuwendungen zur Beteiligung</li> </ul>
<p>(Des-)Investitionen und Kapitalkosten</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Höheres Investitionsvolumen durch zusätzliche Finanzierungsquelle</li> <li>→ Niedrigere Finanzierungskosten durch geringeren mißtrauensbedingten Aufschlag als bei externen Finanzierungsquellen</li> <li>→ Geringere Fremdkapitalkosten durch höhere Eigenkapitalquote</li> <li>→ Intensivere Nutzung von Sachanlagen durch Akzeptanz längerer Maschinenlaufzeiten</li> <li>→ Geringere Suchkosten der Kapitalbeschaffung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Verhinderung von Investitionen in Rationalisierungsmaßnahmen</li> <li>→ Höhere Renditeforderungen als externe Kapitalgeber durch Kumulation von Arbeitsplatz- und Kapitalrisiko</li> </ul>
<p>Steuern</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Betriebsausgabeneffekt</li> <li>→ Liquiditätseffekt</li> <li>→ Splittingeffekt</li> </ul>	

Quelle: Eigene Erstellung

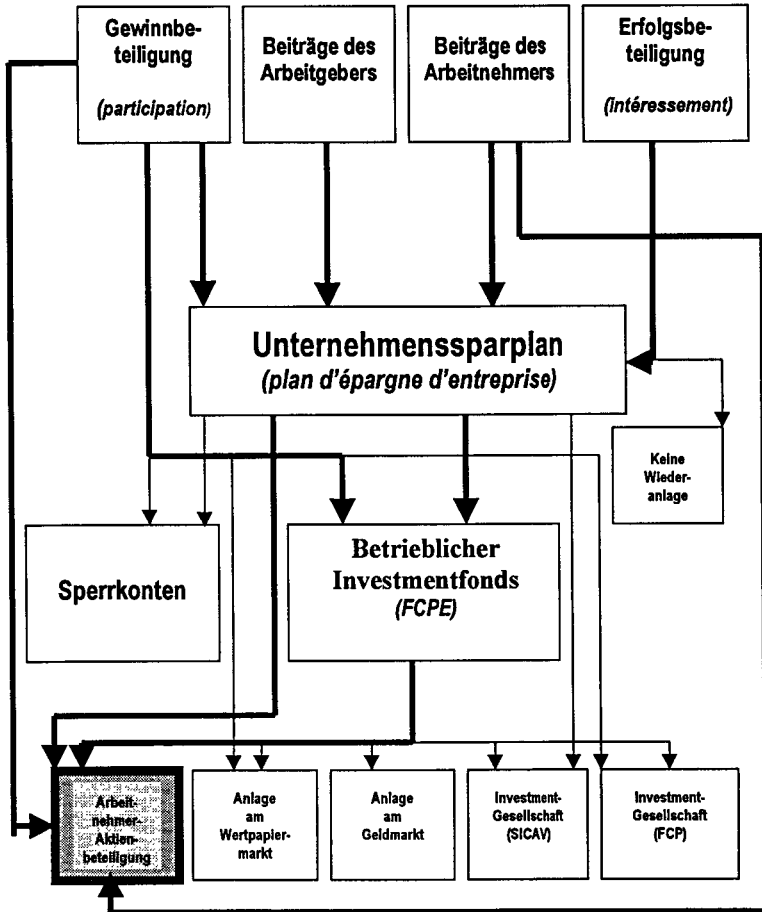
### III. Zusammenhang zwischen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und den Wertgeneratoren des Stakeholder Value-Konzeptes

Stakeholder und deren Wertgeneratoren	Wertgenerierende Wirkungen	Wertvernichtende Wirkungen
<u>Arbeitnehmer</u>		
Einkommen	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Arbeitgeber leistet Zuwendungen für die Beteiligung</li> <li>→ Rendite der Beteiligung ist höher als bei alternativen Anlagemöglichkeiten</li> <li>→ Beteiligung ergänzt das reguläre Entgelt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Lange Festlegungsvereinbarungen</li> <li>→ Vertustbeteiligung bzw. Nachschußpflicht</li> <li>→ Beteiligung als Ersatz regulärer Lohnbestandteile</li> <li>→ Beteiligung führt zu gemäßigteren Lohnforderungen</li> <li>→ Schlechte Kursentwicklung, geringe Dividende</li> </ul>
Arbeitsplatzsicherheit	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Beteiligung führt zu Kosteneinsparungen beim arbeitgebenden Unternehmen durch geringere Lohn- und Kapitalkosten, höhere Produktivität</li> <li>→ Bessere Eigenkapitalausstattung erhöht die Krisenfestigkeit</li> <li>→ Beschäftigungssicherung ist Bestandteil der Beteiligungsvereinbarung</li> </ul>	
Arbeitsbedingungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Beteiligung ist mit weitergehenden Einflußrechten verbunden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Beteiligung führt zur Schwächung der Interessenvertretungsorgane</li> </ul>
Arbeitszufriedenheit	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ ‚Gefühl‘ des Beteiligteins sowie Partizipationsmöglichkeiten</li> <li>→ Finanzieller Anreiz der Beteiligung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Mit der Beteiligung sind faktisch nahezu keine Partizipationsmöglichkeiten verbunden</li> <li>→ Stärkerer Gruppendruck führt zu verschlechtertem Betriebsklima</li> <li>→ Spaltung der Arbeitnehmer in Aktionäre und Nicht-Aktionäre</li> </ul>

Stakeholder und deren Wertgeneratoren	Wertgenerierende Wirkungen	Wertvernichtende Wirkungen
<p><b>Sonstige Eigenkapitalgeber</b></p> <p>Gewinn</p> <p>Einfluß und Kontrolle</p>	<p>→ Ankauf der auszubehenden Aktien führt zu Kurssteigerungen</p> <p>→ Beteiligung führt über Kostensenkungen zu höherer Dividende</p> <p>→ Abschwächung des Kontrollproblems durch gegenseitige Überwachung der Arbeitnehmer</p> <p>→ Vertreter der Mitarbeiteraktionäre erhöhen den Informationsstand in Kontrollgremien</p>	<p>→ Bezugsrechtsausfluß führt zu Kapital- und Dividendenverwässerung</p> <p>→ Einführungs- und Verwaltungskosten</p> <p>→ Kapitalanteil der Arbeitnehmer liegt über einer Sperrminorität</p> <p>→ Mitarbeiterkapitalvertreter in Aufsichtsgremien vertreten originäre Arbeitnehmerinteressen</p>
<p><b>Kunden</b></p> <p>Preiswürdigkeit</p> <p>Qualität der Beziehung</p>	<p>→ Höhere Arbeitsproduktivität führt zu niedrigeren Preisen</p> <p>→ Beteiligung erleichtert das erfolgreiche Umsetzen von Qualitätsverbesserungsprogrammen</p> <p>→ Beteiligung generiert beim Arbeitnehmer ein Selbstverständnis „als Bürger der Organisation“.</p>	

Quelle: Eigene Erstellung

#### IV. Beteiligungsformen mit vorwiegend indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung



*Quelle: Eigene Erstellung, in Anlehnung an: Commission des Opérations en Bourse: Livret de l'épargnant salarié, Paris 1997, ohne Seitenangabe.*

## V. Zielsetzungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich

Rang	Zielsetzung
1.	Motivation der Arbeitnehmer
2.	Gemeinsame Zielsetzungen von Arbeitnehmern und Aktionären
3.	Bindung der Arbeitnehmer an das Unternehmen
4.	Bilden einer stabilen Aktionärsgruppe
5.	Verbesserung des Betriebsklimas
6.	Entlohnung der Arbeitnehmer
7.	Verstärkung der Eigenkapitalbasis
8.	Individualisierung des Entgelts
9.	Lösung von Nachfolgeproblemen

*Quelle: Eigene Erstellung, in Anlehnung an Dondi, Jean: Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises, Diss. Bordeaux 1992, S. 332.*

## VI. Auswirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung in Frankreich auf Wachstums- und Rentabilitätsindikatoren

Indikatoren	Unterschiede zwischen Beteiligungs- und Nicht-Beteiligungs-Unternehmen	Unterschiede zwischen den Beteiligungs-Unternehmen
<b>Eigenkapitalrentabilität</b>	signifikant höher in Beteiligungsunternehmen	bei niedriger Kapitalbeteiligung signifikant höher als bei hoher Kapitalbeteiligung
<b>Umsatzrentabilität</b>	keine signifikanten Unterschiede zwischen den Gruppen, jedoch in Unternehmen mit niedriger Kapitalbeteiligung signifikant höher als in Unternehmen ohne Kapitalbeteiligung.	keine signifikanten Unterschiede
<b>Gewinnsteigerung</b>	keine signifikanten Unterschiede	bei mittlerer Kapitalbeteiligung signifikant höher als bei hoher Kapitalbeteiligung
<b>Produktivität</b>	keine signifikanten Unterschiede zwischen den beiden Gruppen, jedoch in Unternehmen mit hoher Kapitalbeteiligung signifikant geringer als bei Unternehmen ohne Kapitalbeteiligung	keine signifikanten Unterschiede
<b>Selbstfinanzierungsfähigkeit</b>	keine signifikanten Unterschiede	bei niedriger Kapitalbeteiligung signifikant höher als bei hoher Kapitalbeteiligung
<b>Steigerung der Selbstfinanzierungsfähigkeit</b>	keine signifikanten Unterschiede	keine signifikanten Unterschiede
<b>Börsenkursveränderungen</b>	keine signifikanten Unterschiede	keine signifikanten Unterschiede
<b>Gewinnspanne</b>	keine signifikanten Unterschiede	keine signifikanten Unterschiede
<b>Umsatzwachstum</b>	keine signifikanten Unterschiede	keine signifikanten Unterschiede

*Quelle: Eigene Erstellung, in Anlehnung an Dondi, Jean: Contribution à la connaissance de l'actionariat des salariés dans les entreprises françaises, Diss. Bordeaux 1992, S. 426ff.*



## VII. Anschreiben

# UNIVERSITÄT TRIER

Universität Trier · 54286 Trier

**Société Générale**  
Direction des Ressources et Relations Humaines  
M. Alain Py  
29 Boulevard Haussmann

F – 75009 Paris

**Carsten Hebestreit**

Dipl.-Kfm. M.A.  
Fachbereich IV – BWL

Tel.: +49 (0) 651 201-2665  
Fax: +49 (0) 651 201-3932  
Email: hebestre@uni-trier.de

Trèves, le 15 juin 1999

Monsieur,

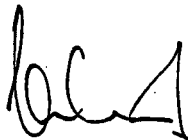
Spécialisé en ressources humaines, j'écris à l'heure actuelle une thèse à l'Université de Trèves en Allemagne. Mon domaine de recherche est l'actionnariat salarial en France, et plus particulièrement le lien entre l'actionnariat salarial et la valeur de l'entreprise.

J'ai dans ce contexte été rendu attentif à votre entreprise, qui occupe dans ce domaine une place tout à fait significative, et présente de ce fait un très grand intérêt pour ma recherche.

L'objet de mon courrier est par conséquent de solliciter auprès de vous un entretien avec des représentants des domaines suivants : gestion du personnel, marketing, finance/fiscalité, stratégie et délégués du personnel. Je m'engage, bien évidemment, à traiter toute information ainsi obtenue de manière anonyme dans le cadre de ma recherche.

Je serais ravi que vous puissiez me recevoir dans les semaines à venir. Ayant effectué une partie de mes études universitaires en France (ICN Nancy) et en Belgique (Université Catholique de Louvain-la-Neuve), je maîtrise relativement bien la langue française. Je serai toutefois éventuellement accompagné d'une collègue française qui pourrait, le cas échéant, servir d'interprète.

Dans l'espoir qu'il vous sera possible de réserver une suite favorable à ma demande, Je vous prie d'agréer, Monsieur, l'expression de mes sentiments distingués.



# Questionnaire

## Série de questions A: L'Entreprise

### A.1. Emploi:

- Nombre d'employés:
- Evolution de l'emploi dans les 5 dernières années:
  - En cas de réduction de l'emploi: par licenciements
  - par fluctuation
- Mesures prises par l'entreprise pour le maintien de l'emploi:

### A.2. Données économiques:

- Produit d'exploitation: 1996:  
1997:  
1998:
- Bénéfice: 1996:  
1997:  
1998:
- Dividende: 1996:  
1997:  
1998:
- Evolution du cours en bourse dans les cinq dernières années:
- Comment les employés sont-ils sensibilisés à la valeur de l'entreprise en interne?

### A.3. Structure de l'actionariat

- Nombre d'actionnaires:
  - dont environ en pourcentage:
    - fonds d'investissement étrangers %
    - autres grands actionnaires %
    - groupe d'actionnaires stable %
    - petits actionnaires (à l'exclusion des employés) %
    - Employés actionnaires %

### A.4. Conseil de surveillance

- Nombre de membres:
  - dont représentants des actionnaires non-employés :

dont représentants des employés :  
dont représentants des employés actionnaires :  
autres :

- Comportement des représentants des employés actionnaires lors de votes:  
plutôt accord avec les représentants des employés   
Si oui, exemple concret
  
- plutôt accord avec les représentants des autres actionnaires   
Si oui, exemple concret
  
- sans réponse

## Série de questions B: Les bases de l'actionnariat salarial

### B.1. Généralités

- Quand les employés ont-ils été pour la première fois associés au capital de l'entreprise?
  
- Quel est actuellement le pourcentage du capital détenu par les employés?
  
- Quel est le pourcentage des salariés qui sont actionnaires?
  
- Parmi le capital détenu par les salariés, quel est le pourcentage par catégorie de personnels?
  - Direction et cadres dirigeants %
  - Autres cadres %
  - Ouvriers, employés %
  
- Comment sont gérées les actions des salariés?
  - directement et individuellement par eux-mêmes %
  - indirectement et collectivement par un fonds %

En cas de gestion indirecte et collective par un fonds:

  - Quelles sortes de fonds sont proposées?
  
  - Par quelles personnes sont gérés les fonds?
  
- Les actionnaires sont-ils informés du nombre des options sur actions des salariés, en particulier des cadres dirigeants?
  - oui
  - non

**Si oui, sous quelle forme?**

- Les salariés sont-ils, sous une forme quelconque, aussi concernés par d'éventuelles pertes?

oui

non

**Si oui, sous quelle forme?**

### **B.3. Différentes formes d'actionariat**

#### **B.3.1. Actions gratuites**

- Des actions gratuites ont-elles été distribuées?

oui

non

(Si non, continuer avec la question B.3.2.)

**Si oui,**

- Quel est le montant distribué aux salariés?

- Quel délai d'indisponibilité a été imposé?

- Y avait-il une ancienneté minimum?

#### **B.3.2. Plan d'actionariat**

- Existe-t-il un plan d'actionariat?

oui

non

(Si non, continuer avec la question B.3.3.)

**Si oui,**

- Quelle était la provenance des actions

achat à la bourse

augmentation du capital

en cas d'augmentation de capital:

- Comment a-t-on justifié l'exclusion des autres actionnaires?

- Quel est le montant distribué aux salariés?

- Les salariés ont-ils bénéficié d'un rabais sur le prix?

oui

non

si oui, de quelle hauteur?

- L'entreprise a-t-elle accordé une contribution?

oui  
 non

si oui, de quelle hauteur?

- un délai d'indisponibilité a-t-il été convenu?
- Y avait-il une ancienneté minimum?

### **B.3.3. Privatisation**

- A-t-on proposé des actions au cours de la privatisation?

oui  
 non

(Si non, continuer avec la question B.3.4.)

Si oui,

- La demande a-t-elle dépassé les 10% auxquels les salariés avaient droit?

oui  
 non

Si oui,

- comment ont été faits les arbitrages?

- De quelle hauteur était le rabais accordé aux salariés?

- Y a-t-il une action spécifique de l'état?

- Quelles modalités de paiement ont été proposées?

- Un délai d'indisponibilité a-t-il été convenu?

- Y avait-il une ancienneté minimum?

### **B.3.4. Plans d'options sur actions**

- A-t-on proposé des plans d'options sur actions?

oui  
 non

(Si non, continuer avec la question B.3.5.)

Si oui,

- Y a-t-il eu des restrictions à certaines catégories de salariés?

oui  
 non

Si oui, comment ces restrictions ont-elles été justifiées?

- D'où provenait le capital distribué?

achat à la bourse

augmentation du capital

en cas d'augmentation de capital:

- Comment a-t-on justifié l'exclusion des autres actionnaires?
- Quelle était le cours de l'action à ce moment-là?
- Quel était le prix de l'option (Y a-t-il eu un rabais?)
- Après combien de temps le droit d'option a-t-il pu être exercé?
- Quel était le cours de l'action après expiration du délai d'option?
- Y a-t-il eu un délai d'indisponibilité de l'action?

oui  
 non

Si oui, de combien?

- Quel est le pourcentage des salariés qui ont conservé leurs actions au moins deux ans après l'expiration du délai?

%

### B.3.5. Mesures avec effet indirect sur l'actionnariat

- Y a-t-il un PEE?

oui  
 non

Si oui,

- D'où proviennent les montants consacrés au PEE?

Intéressement

Participation

Contribution des salariés

Contribution de l'employeur

- En cas de contribution de l'employeur:

- Quel était le montant moyen accordé à chaque salarié?
- De quoi dépendait le montant de contribution?
- Quelles formes d'épargne prévoit le PEE et comment se répartissent-elles?

Rang

- |   |                          |
|---|--------------------------|
| Achat de parts d'un FCPE                    | <input type="checkbox"/> |
| Achat d'actions de l'entreprise             | <input type="checkbox"/> |
| Certificat d'investissement de l'entreprise | <input type="checkbox"/> |
| Achat de parts d'un OPCVM                   | <input type="checkbox"/> |

autres:

- Quel est le pourcentage des sommes versées qui représentent une participation au capital de l'entreprise? %
- Comment sont gérées les sommes épargnées?
  - Collectivement pour tous les salariés
  - Individuellement pour chaque salarié
- Pourquoi cette forme de gestion a-t-elle été choisie?
- Comment les salariés sont-ils informés sur les mouvements de fonds du PEE?



## Série de questions C: Effets de l'actionariat salarial

### C.1. Effets attendus

● Parmi les effets ci-dessous cités, lesquels sont attendus, par l'entreprise, de l'actionariat salarial?

	Tout à fait d'accord	d'accord	indiffé- rent	pas d'accord	pas du tout d'accord
Réduction des coûts dans l'entreprise (moins de fluctuations de personnel, moins d'absentéisme, prise de conscience des coûts par les salariés, propositions d'améliorations...)					
plus forte identification des salariés avec l'entreprise et ses objectifs					
amélioration de l'ambiance de travail					
amélioration de la situation financière des salariés					
augmentation de la motivation et de la productivité des salariés					
renforcement du capital de l'entreprise, augmentation de la liquidité					
éviter des OPA					

### C.1. Information et participation aux décisions

● Comment les organes représentatifs des salariés ont-ils été associés à la conception de l'actionnariat salarial?

● Quelle est l'attitude des syndicats représentés dans l'entreprise et des autres organes représentatifs vis-à-vis de l'actionnariat salarial?

● Comment les salariés ont-ils été informés de la mise en place de l'actionnariat salarial?

● Comment les salariés sont-ils sensibilisés au rapport entre leur comportement et leur productivité et la valeur de leurs actions?

● Les actions des salariés leur donnent-elles un droit de vote?  oui  
 non

en cas d'absence de droit de vote:

● pourquoi cette variante a-t-elle été choisie?

en cas de droit de vote:

● sous quelle forme le capital des salariés est-il représenté à l'assemblée générale?

indirectement par un fonds

directement par les salariés

autre forme:

● quel est le pourcentage des salariés actionnaires ayant un droit de vote qui assistent à l'assemblée générale?

● les salariés actionnaires disposent-ils de plus d'informations que les autres actionnaires?

● Existe-t-il un organe représentatif propre aux salariés actionnaires?

● Supposons que l'entreprise prévoie un investissement important dans l'automatisation conduisant à des licenciements. Comment, à votre avis, réagissent les groupes suivants à cette mesure?

fonds d'investissement étrangers      plutôt d'accord   
indifférent   
plutôt pas d'accord

autres grands actionnaires	plutôt d'accord	<input type="checkbox"/>
	indifférent	<input type="checkbox"/>
	plutôt pas d'accord	<input type="checkbox"/>
groupe d'actionnaires stable	plutôt d'accord	<input type="checkbox"/>
	indifférent	<input type="checkbox"/>
	plutôt pas d'accord	<input type="checkbox"/>
petits actionnaires	plutôt d'accord	<input type="checkbox"/>
	indifférent	<input type="checkbox"/>
	plutôt pas d'accord	<input type="checkbox"/>
salariés actionnaires	plutôt d'accord	<input type="checkbox"/>
	indifférent	<input type="checkbox"/>
	plutôt pas d'accord	<input type="checkbox"/>
salariés	plutôt d'accord	<input type="checkbox"/>
	indifférent	<input type="checkbox"/>
	plutôt pas d'accord	<input type="checkbox"/>

- Pourquoi pensez-vous que les salariés actionnaires réagissent ainsi?

### **C.2. Effets de la participation auprès des salariés**

- Les salariés considèrent-ils les revenus liés à leurs actions plutôt comme un revenu supplémentaire ou comme une partie intégrante de leur salaire?

plutôt comme un revenu supplémentaire

plutôt comme une partie intégrante

- pourquoi?

- Quel rapport y-a-t-il entre les exigences salariales des salariés actionnaires et la participation?

a) il n'y a aucun rapport

b) les salariés modèrent plutôt leurs exigences

c) les salariés augmentent leurs exigences

si a) ou b), comment peut-on expliquer ce phénomène?

- Dans quel ordre classez-vous les mesures suivantes pour inciter les salariés à avoir le sens du service au client?

	<u>Rang</u>
surveillance des salariés	<input type="checkbox"/>
intéressement / Participation	<input type="checkbox"/>
primes en fonction d'enquête auprès de clients etc.	<input type="checkbox"/>
actionnariat salarial	<input type="checkbox"/>
programmes de formation continue	<input type="checkbox"/>

- Pourquoi attribuez-vous ce rang à l'actionnariat salarial?

- Quel est d'après vous l'intérêt principal que voient les salariés dans l'actionnariat salarial:

	<u>Rang:</u>
augmentation des revenus	<input type="checkbox"/>
participation aux décisions	<input type="checkbox"/>
satisfaction d'un besoin d'information	<input type="checkbox"/>

- L'actionnariat salarial conduit-il les salariés concernés à accepter plus facilement des décisions impopulaires de gestion du personnel? (par exemple horaires de travail plus flexibles, charge de travail plus importante, dégradation des conditions de travail)?

- Quel problème représente la division du personnel en salariés actionnaires et salariés non-actionnaires?

### C.3. Effets sur le capital et les coûts

- Les fonds propres de l'entreprise ont-ils augmenté par l'actionnariat salarial, si oui, de combien?

- Y a-t-il des preuves de l'importance attachée par les actionnaires extérieurs à l'actionnariat salarial?

oui  
 non

Si oui, quelles sont ces preuves?

● Comment estimez-vous les coûts de recherche d'actionnaires pour l'actionnariat salarial. Sont-ils, en comparaison avec les actionnaires extérieurs, globalement

- plus élevés
- moins élevés

● Comment classez-vous les mesures suivantes destinées à susciter de la part des salariés des mesures d'économie?

Rang

- surveillance
- intéressement / Participation
- primes
- actionnariat salarial
- formation continue

● pourquoi attribuez-vous ce rang à l'actionnariat salarial?

● Quel est environ le coût annuel de la gestion de l'actionnariat salarial?

● Quels effets l'actionnariat salarial a-t-il sur les salaires dans l'entreprise?

- il conduit plutôt à une augmentation
- il conduit plutôt à une diminution
- il conduit plutôt à une flexibilisation
- aucun effet

• Pourquoi?

● Les avantages fiscaux et sociaux induits par l'actionnariat salarial pour l'entreprise sont-ils quantifiables?

- oui
- non

si oui, à combien les estimez-vous?

### Série de questions D: Questions finales

● Communique-t-on de manière ciblée sur l'actionnariat salarial vers l'extérieur?

- oui
- non

Si oui,

● sous quelle forme?

● quelles sont les cibles de cette communication?

● Supposons qu'il n'y aurait pour l'entreprise aucun avantage fiscal et social en rapport avec l'actionnariat salarial, quelle valeur donneriez-vous dans ce cas à cette forme de participation?

- valeur supérieure
- valeur identique
- valeur légèrement inférieure
- valeur nettement inférieure
- aucune valeur

● A quelle moment peut-on constater les effets de l'actionnariat salarial?

- dès l'annonce
- après la mise en place
- après environ un à trois ans
- plus tard

● Quels objectifs ont été jusqu' à présent atteints par l'actionnariat salarial?

	Tout à fait d'accord	d'accord	indifférent	pas d'accord	pas du tout d'accord
<b>Réduction des coûts dans l'entreprise</b> (moins de fluctuations de personnel, moins d'absentéisme, prise de conscience des coûts par les salariés, propositions d'améliorations...)					
<b>plus forte identification des salariés avec l'entreprise et ses objectifs</b>					
<b>amélioration de l'ambiance de travail</b>					
<b>amélioration de la situation financière des salariés</b>					
<b>augmentation de la motivation et de la productivité des salariés</b>					
<b>renforcement du capital de l'entreprise, augmentation de la liquidité</b>					
<b>éviter des OPA</b>					

## IX. Ergebnisprotokoll des Interviews bei der *Société Générale*

### 1. Durchführung des Interviews

Das Interview bei der *Société Générale* fand am 27. August 1999 am Hauptsitz in *Paris-La-Défense* statt. Interviewpartner war der "Responsable de l'actionariat salarié", Herr Arcache. Er ist der Abteilung "Conditions d'emploi" zugeordnet. Das Gespräch dauerte ungefähr 3 Stunden. Die Aufzeichnung des Interviews auf Tonband wurde ebenso ausdrücklich gestattet wie die Nennung des Firmennamens sowie des Namens des Gesprächspartners. Wörtliche Zitate aus dem Interview sind nachfolgend in Kursivschrift und Anführungszeichen wiedergegeben.

### 2. Präsentation des Unternehmens

Die *Société Générale* wurde 1894 gegründet und wechselte mehrmals zwischen staatlichem und privatem Besitz: Sie wurde 1945 verstaatlicht, 1966 privatisiert, 1982 wieder verstaatlicht und schließlich 1987 wieder privatisiert. Während des Interviews fand genau gleichzeitig eine Sitzung der französischen Bankenaufsicht statt, bei der darüber entschieden wurde, ob die *BNP* aufgrund ihres Stimmenanteils von über 31% die Kontrolle über die *Société Générale* übernehmen könne. Die Stimmung im Unternehmen war von einer tiefen Abneigung der Mitarbeiter gegenüber dieser feindlichen Übernahme geprägt, was sich u.a. in Demonstrationen vor dem Bankgebäude niederschlug. Am Abend des Interviewtages entschied sich die Bankenaufsicht schließlich gegen diese Übernahme.

### 3. Ergebnisse zu den Fragenbereichen

#### Fragenbereich A: Das Unternehmen

Das Unternehmen beschäftigt heute ungefähr 33.000 Mitarbeiter, wobei die Anzahl der Mitarbeiter seit Jahren nahezu konstant ist. Es gibt drei verschiedene Berufsgruppen: Die *cadres* (ungefähr 11.000 Arbeitnehmer), die sog. "*gradés*" ("*tous ceux qui sont pas cadres*", insgesamt annähernd 22.000 Arbeitnehmer) und die "*employés*" (ungefähr 300 Arbeitnehmer unterer Einkommensgruppen). Maßnahmen zur Beschäftigungssicherung sind nicht vorhanden.

Die Unternehmensdaten stellen sich wie folgt dar:

	<u>Umsatz:</u>	<u>Gewinn:</u>	<u>Dividende:</u>
1996:	43,0 Mrd. FF	4,8 Mrd. FF	17,50 FF
1997:	54,0 Mrd. FF	6,3 Mrd. FF	20,10 FF
1998:	60,5 Mrd. FF	6,7 Mrd. FF	24,60 FF



Börsenkursentwicklung in den vergangenen 5 Jahren:

1994: 563 FF

1995: 603 FF

1996: 563 FF

1997: 819 FF

1998: 904 FF

Die Sensibilisierung der Arbeitnehmer für die Bedeutung des Unternehmenswertes findet insbesondere über das Internet statt: Die Arbeitnehmer werden kontinuierlich über betriebswirtschaftliche Daten des Unternehmens informiert. Einmal im Vierteljahr werden die Mitarbeiter über den Gewinn des vergangenen Quartals über das Internet informiert, der Kurs der Aktie wird den Mitarbeitern täglich eine Viertelstunde nach Börsenschluß ebenfalls über das Internet kommuniziert. Das Interesse der Arbeitnehmer an diesen Daten liegt aber auch im Geschäftsbereich – dem Bankensektor - des Unternehmens begründet. Dennoch räumt Herr Arcache ein: *“On a du mal pour l’instant à faire comprendre au salarié que ce qu’il fait tous les jours a une influence au cours de l’action. C’est trop loin, il y a d’autres facteurs!”*

#### Aktionärsstruktur (1998):

Arbeitnehmer:	8,2%
Französische institutionelle Anleger:	19,2%
Französische Industrieunternehmen:	8,4%
Kleinaktionäre:	13,9%
Eigene Aktien:	2,2%
Ausländische Anleger (überwiegend Investmentfonds):	48,1%

Die ausländischen Investmentfonds haben insgesamt einen Kapitalanteil von ungefähr 40%, sie üben aber regelmäßig keinen Einfluß auf die Organe des Unternehmens aus. Eine Ausnahme stellen die Hauptversammlungen dar, bei denen in der Vergangenheit die Investmentfonds insbesondere bei geplanten Kapitalerhöhungen mit dem Ziel einer Kapitalbeteiligung detailliertere Informationen als die übrigen Aktionäre verlangten.

#### Zusammensetzung des Aufsichtsrats (1998)

18 Mitglieder, davon:

Vertreter der Nicht-Arbeitnehmer Aktionäre:	15
Vertreter der Arbeitnehmer:	3
Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre:	0

Die vom Gesetzgeber eingeräumte Möglichkeit, neben der im Zuge der Privatisierung erfolgten Beteiligung im Aufsichtsrat zusätzlichen Vertretern der Arbeitnehmer-Aktionäre in diesem Gremium Sitze zuzugestehen, wurde nicht genutzt.

## **Fragenbereich B: Die Grundlagen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung**

Die Arbeitnehmer wurden 1987 im Zuge der Privatisierung erstmalig am Unternehmenskapital beteiligt. Die zur Verfügung stehende Tranche von 10% des Unternehmenskapitals wurde durch die Zeichnung der Arbeitnehmer vollständig genutzt. Der aktuelle Kapitalanteil der Anteile liegt bei ca. 9%, der Anteil der Stimmen beträgt annähernd 12%.

Der Anteil der Arbeitnehmer, die am Kapital des Unternehmens beteiligt sind, liegt bei über 90%.

Zwischen den unterschiedlichen Arbeitnehmerkategorien des Unternehmens verteilt sich der Anteil an dem Kapitalbesitz wie folgt: Die mittleren bis oberen Führungskräfte des Unternehmens besitzen ungefähr zwei Drittel des Kapitalanteils der Arbeitnehmer, die übrigen Arbeitnehmer ungefähr ein Drittel. Die durchschnittliche Höhe der Beteiligung je Arbeitnehmer liegt bei ungefähr 290.000 FF, wobei die Führungskräfte durchschnittlich annähernd Anteile im Wert von einer halben Mio. FF besitzen, die übrigen Angestellten in Höhe von durchschnittlich ungefähr 250.000 FF.

Die Arbeitnehmer werden nicht direkt an den Aktien des Unternehmens beteiligt, sondern indirekt über einen Fonds, der durch eine Investmentgesellschaft der Bank (*Société Générale Asset Management* - SGAM) verwaltet wird. Der Aufsichtsrat des Fonds ist paritätisch besetzt, der Vorsitzende des Aufsichtsrates, der ein Vertreter der Direktion ist, besitzt jedoch ein Doppelstimmrecht. In der Praxis tauchen jedoch zwischen beiden Gruppen keine Streitigkeiten auf – "on s'arrange".

Die Aktionäre werden durch den jährlichen Geschäftsbericht über die Anzahl der Arbeitnehmer, die Aktienoptionen besitzen, informiert. Hierbei wird der Besitz von Aktienoptionen durch Mitglieder der Direktion gesondert aufgeführt. Eine etwaige Absicherung der Arbeitnehmer gegenüber Kursverlusten ist nicht vorhanden.

Bei der *Société Générale* gibt es folgende Formen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung:

**1. Belegschaftsaktien:** Die Beteiligung im Rahmen eines Belegschaftsaktienplans erfolgt gemäß den Regelungen des Gesetzes von 1986 im Jahre 1988. Das Kapital stammt aus einer Kapitalerhöhung. Lediglich die ausländischen Investmentfonds sahen bei der Entscheidung über diese Kapitalerhöhung zusätzlichen Erklärungsbedarf. Ein Teil der ausländischen Anleger stimmte gegen diese Kapitalerhöhung, die dennoch eine Mehrheit fand. Der Bezugsrechtsausschluß der übrigen Aktionäre wurde durch Motivationseffekte begründet. Der Erwerb der Aktien erfolgte über einen FCPE, hierbei wurde den Arbeitnehmern ein Preisabschlag in Höhe von 20% des Börsenwertes gewährt. 1998 haben die Arbeitnehmer über diesen FCPE insgesamt Belegschaftsaktien in Höhe von ungefähr 1,3 Mrd. FF gezeichnet, was an-

nähernd 1,8 Mio. Aktien entsprach. Der Anlagebetrag setzte sich aus dem *intéressement*, der *réserve spécial de participation* und freiwilligen Einzahlungen der Arbeitnehmer zusammen – dies entsprach insgesamt ungefähr 1 Mrd. FF. Hinzu kam ein Zuschuß des Unternehmens in Höhe von ungefähr 300 Mio. FF. Die Höhe des Zuschusses des Unternehmens zu den Anlagebeträgen der Arbeitnehmer ist variabel: Sie hängt einerseits von den Sparleistungen des Arbeitnehmers, andererseits von der Zugehörigkeit zu den unterschiedlichen Berufsgruppen im Unternehmen ab: Die Anlagebeträge der *employés* werden in Höhe von 70% bezuschusst, die der mittleren Führungskräfte mit 55% und die der oberen Führungskräfte mit 40%. Herr Arcache begründet dies mit einer *“vision un peu sociale des choses”*. Die Aktien sind mit einer 5-jährigen Sperrfrist versehen, die Mindestbetriebszugehörigkeit liegt bei 3 Monaten.

**2. Aktienbeteiligung im Zuge von Privatisierungsmaßnahmen:** Die Privatisierung des Unternehmens erfolgte 1987. Die den Arbeitnehmern zur Verfügung stehende Tranche in Höhe von 10% des Kapitals wurde weit überzeichnet. Die Kürzung wurde durch ministeriellen Erlaß vorgenommen, indem zwar jeder Zeichner eine Mindestanzahl an Aktien erhielt, darüber hinausgehende Zeichnungsmengen aber proportionell zu ihrer Höhe gekürzt wurden. Der Preisnachlaß auf die Aktien betrug 10%, wobei neben einer sofortigen Bezahlung auch gestaffelte Zahlungsmodalitäten (Bezahlung der Aktien innerhalb von 3 Jahren, wobei jedes Jahr ein Drittel des Aktienwertes durch monatliche Raten beglichen werden musste) vorgesehen waren. Die Mindestanlagedauer der Aktien betrug 5 Jahre, die Mindestbetriebszugehörigkeit 6 Monate. Eine *action spécifique* des Staates war nicht vorhanden.

**3. Aktienoptionspläne:** Diese Form der Beteiligung bleibt in der Praxis ausschließlich den Führungskräften des Unternehmens vorbehalten, gleichwohl dies nicht statuarisch festgelegt ist: Der Verwaltungsrat erstellt eine geheime Liste der begünstigten Arbeitnehmer, die jedoch niemandem zugänglich ist. Aber – wie Herr Arcache sagt – *“on sait que ce sont principalement les cadres dirigeants qui profitent de cette participation”*. Die Frage des Interviewers, ob es theoretisch also auch möglich sei, daß eine besonders verdiente Empfangssekretärin Aktienoptionen erhalte, wurde mit *“il faut pas exagerer”* beantwortet. Die faktische Beschränkung des Aktienoptionsplanes auf das Top-Management wurde bislang nicht begründet. Das Kapital der Aktienoptionspläne stammt aus Kapitalerhöhungen, der Bezugsrechtsausschluß der übrigen Aktionäre wurde auch hier mit der Motivationswirkung begründet. Die Gewinnmöglichkeiten für die Begünstigten waren enorm; so berechnete eine im Jahre 1995 zum Preis von umgerechnet 61 EURO (einschließlich eines Preisabschlages von 20%) erworbene Option bereits 1998 zum Bezug von Aktien, deren Wert zwischenzeitlich auf ca. 180 EURO gestiegen war. Angesichts dieser Entwicklung wurde erstmalig 1998 der Preisabschlag auf die Option abgeschafft und die Festlegungsfrist von 3 auf 5 Jahre erhöht.

**4. Maßnahmen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung:** Es wird ein Unternehmenssparplan angeboten, dessen Mittel aus Leistungen des Ar-

beitnehmers, des Arbeitgebers, dem Interesse und der Participation stammen. Die Höchstfördersumme durch das Unternehmen je Arbeitnehmer liegt je nach Anlageart bei maximal 19.000 FF jährlich, in der Praxis wird zwischen den verschiedenen Arbeitnehmerkategorien differenziert: 1998 erhielten die Angestellten ("employés") durchschnittlich annähernd 8.000 FF, die mittleren Führungskräfte ("gradés") ungefähr 10.300 FF und die oberen Führungskräfte ungefähr 14.500 FF. Der Unternehmenssparplan bietet Anlagemöglichkeiten in 4 verschiedenen Fonds: Der Fonds "A" enthält vor allem Rentenpapiere, der Fonds "B" und "C" Renten und Aktien unterschiedlicher Unternehmen. Der Fonds "D" enthält ausschließlich Aktien der Société Générale und hatte 1998 einen Gesamtwert von 6,6 Mrd. FF, der Wert der übrigen Fonds lag lediglich zwischen 187 Mio. FF und 612 Mio. FF. Der Fonds "D" ist nach Ansicht von Herrn Arcache der weitaus bedeutendste, "*parce que les salariés savent lire*": Die Statuten zu den einzelnen Fonds legen fest, daß bei einer Anlage der Sparbeiträge in den Fonds "A" bis "C" der maximale Zuschuß des Unternehmens auf 5.000 FF beschränkt ist. Legen sie ihr Geld jedoch in jenem Fonds "E" an, der ausschließlich dem Erwerb eigener Aktien dient, so wird der maximale Zuschuß auf 19.000 FF erhöht. Folge dieser Politik ist, daß zwischenzeitlich 95% der Anlagebeträge der Arbeitnehmer in den Fonds "E" investiert werden. Der Fondslösung für den Unternehmenssparplan wurde nach Angaben von Herrn Arcache gegenüber einer direkten Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital aus Gründen der Einfachheit, aber auch aus steuerlichen Erwägungen bevorzugt: Die Dividenden können jährlich in den Fonds reinvestiert werden ohne versteuert zu werden. Sie dienen dem Erwerb neuer Aktien, die dann wiederum für 5 Jahre festzulegen sind, um ebenfalls von Steuern und Sozialabgaben befreit zu sein. Hinzu kommt, daß der Wert eines Fondsanteils wesentlich niedriger als der einer Aktie ist und somit bei einer gegebenen Sparsumme die Anzahl der Fondsanteile wesentlich leichter dieser Summe angepasst werden können als dies bei Aktien der Fall wäre. Die Arbeitnehmer erhalten einen jährlichen Bericht über die Verwaltung der Fonds, seine Zusammensetzung und die Wertentwicklung.

## **Fragenbereich C: Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung**

### **1. Angestrebte Wirkungen**

i den mit der Beteiligung aus Sicht des Unternehmens verbundenen Zielsetzungen nimmt die Verbesserung der Liquidität und der Eigenkapitalbasis des Unternehmens (die während des Staatsbesitzes unzureichend war und erst durch Kapitalerhöhungen verbessert werden konnte) sowie die Verbesserung der finanziellen Situation der Arbeitnehmer höchste Priorität ein. Nachgeordnete Ziele sind die Vermeidung von feindlichen Übernahmen sowie eine Erhöhung der Motivation und Produktivität der Arbeitnehmer. Eine allgemeine Reduzierung von Kosten, eine stärkere Identifikation der Arbeitnehmer mit dem Unternehmen sowie eine Verbesserung des Arbeits- und Betriebsklimas stellten überhaupt keine Zielsetzung dar. "*On a fait une opération qui se voulait financière*" - so beschreibt Herr Arcache die Zielsetzungen des Unternehmens. Kosteneinsparungen seien zwar auch eine Zielsetzung gewesen. Hierbei stand insbesondere eine Reduzierung von Personalkosten durch eine Flexibilisierung der Entlohnung im Vordergrund. Darüber hinaus

bot die Aktienbeteiligung enorme Möglichkeiten, Steuern und Sozialabgaben einzusparen.

## 2. Information der Arbeitnehmer und Entscheidungsbeteiligung

Die Interessenvertretungsorgane, beispielsweise die im Unternehmen vertretenen 5 Betriebsgewerkschaften, wurden bei der Konzeption der Beteiligung nicht miteinbezogen. Sämtliche Entscheidungen wurden von der *“Direction des Ressources Humaines”* getroffen. Die Haltung der Gewerkschaften gegenüber der Aktienbeteiligung war bei ihrer Einführung zwiespältig: Die CGT (nach deren Ansicht eine solche Beteiligung einer *“mariage contre nature”* gleichkam) und - wenn gleich mit geringerer Vehemenz - die CFDT waren dagegen. Die FO war gegenüber der Beteiligung indifferent eingestellt, die SNB (Syndicat Nationale de Banque) und CFTC waren dafür - insbesondere wegen der steuerlichen Vergünstigungen. Inzwischen ist die Haltung der der Gewerkschaften gegenüber der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung neutral bis zustimmend. Sogar der Vertreter der CGT soll inzwischen Aktionär der *Société Générale* sein.

Die Information der Arbeitnehmer über die Einführung der Kapitalbeteiligung erfolgte insbesondere durch Broschüren. Alle drei Jahre werden neue Informationsmaterialien über die Formen der Kapitalbeteiligung ausgegeben, bei Einstellungen von neuen Arbeitnehmern findet ebenfalls eine detaillierte Information statt. Umfangreicher ist die laufende Information der Arbeitnehmer: Die Arbeitnehmer werden alle 10 Tage via Internet über den Wert ihrer Fondsanteile informiert. Der aktuelle Börsenkurs wird dreimal täglich über Internet allen Mitarbeitern kommuniziert. Herr Arcache betont, daß die Arbeitnehmer-Aktionäre insgesamt mit mehr - insbesondere aktuelleren - Informationen versorgt werden als die übrigen Aktionäre. Allerdings finden keine Maßnahmen statt, um die Arbeitnehmer laufend über den Zusammenhang zwischen der eigenen Arbeitsleistung und dem Börsenkurs bzw. dem Wert ihrer Anteile zu informieren.

Die Aktien, an denen die Arbeitnehmer über ihre Fondsanteile beteiligt sind, sind mit einem Stimmrecht ausgestattet, das aber eigentlich von dem FCPE wahrgenommen würde. Um den Arbeitnehmern aber - gleichwohl sie nicht direkt Aktionäre sind - ein Stimmrecht zu geben, wurde folgende Konstruktion gewählt: *“Le droit de vote est redistribué aux salariés”* - die Arbeitnehmer erhalten im Verhältnis der Aktien, die der Summe ihrer Fondsanteile entsprechen, Stimmrechte auf der Hauptversammlung. Nach Angaben von Herrn Arcache nehmen ungefähr 25-30% der Arbeitnehmer, die an dem Fonds E beteiligt sind, ihr Stimmrecht wahr. Nimmt der Arbeitnehmer das Stimmrecht nicht wahr, wird es durch den Aufsichtsrat des Fonds (der wiederum paritätisch besetzt ist, aber dem Vorsitzenden, der durch den Arbeitgeber bestimmt wird, ein doppeltes Stimmrecht zubilligt) auf der Hauptversammlung wahrgenommen. In der Praxis hat sich gezeigt, daß das Abstimmungsverhalten des Aufsichtsrates des Fonds bislang immer im Einklang mit den Vorschlägen der Unternehmensleitung auf der Hauptversammlung stand. Ein Vereinigung der Arbeit-

nehmer-Aktionäre des Unternehmens ist zwar vorhanden (*Association des Salariés Actionnaires de la Société Générale*), die jedoch nur 1-2% des Arbeitnehmer-Kapitals (auch auf der Hauptversammlung) vertritt. Diese Association wird aber von der Unternehmensführung völlig ignoriert. Insgesamt führt die Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer nur zu einer geringfügigen Verbesserung der Beteiligung an Entscheidungen. Die gesetzlich gegebene Möglichkeit, neben den durch die Privatisierung bedingten Arbeitnehmer-Kapitalvertretern noch zusätzliche Arbeitnehmer-Vertreter im Aufsichtsrat einzurichten, wurde von dem Unternehmen nicht gewählt: *"Il faut savoir qui est le capitaine sur le bateau"*

Die Frage nach einer **Einstellungsänderung** der Arbeitnehmer-Aktionäre gegenüber Entscheidungen des Unternehmens, die beispielsweise negative Auswirkungen auf die Beschäftigungssituation haben, wurde eindeutig verneint: *"Ils sont d'abord salariés avant d'être actionnaires"*. Dennoch führt die Beteiligung dazu, daß die Arbeitnehmer sich differenzierter mit Entscheidungen des Unternehmens auseinandersetzen, die negative Auswirkungen auf die Beschäftigung haben. Eine Abwägung kurzfristiger und langfristiger Zielsetzungen führt jedoch dazu, daß der Arbeitnehmerstatus gegenüber dem Kapitaleignerstatus dominiert: *"On vote d'abord pour la préservation de l'emploi"*. Es wird also davon ausgegangen, daß die Gruppe der Arbeitnehmer-Aktionäre einer solchen Entscheidung ebenso ablehnend gegenüber steht wie die nicht-beteiligten Arbeitnehmer. Bei den Investmentfonds und den übrigen institutionellen Anlegern wird hingegen davon ausgegangen, daß diese einer solchen Entscheidung eher positiv gegenüber stehen. Bei den übrigen Kleinaktionären sowie der stabilen Aktionärsgruppe wird davon ausgegangen, daß sie einer solchen Entscheidung indifferent gegenüber stehen.

### 3. Wirkungen bei den Arbeitnehmern

Die Arbeitnehmer sehen die Kapitalbeteiligung nicht als Bestandteil eines regulären Einkommens, sondern als **zusätzliches Einkommen**, insbesondere deshalb, weil die Anlagebeträge nicht dem kurzfristigen Konsum zugeführt werden können, sondern über mehrere Jahre hinweg festgelegt und beispielsweise der Alterssicherung oder größeren Anschaffungen dienen. Herr Arcache geht davon aus, daß für die oberen Führungskräfte die Kapitalbeteiligung bisher zu einer Vermögenszuwachs von ungefähr 2 Mio. FF, für Mitarbeiter unterer Hierarchieebenen von ungefähr 600.000 FF geführt hat. Dennoch führt die Beteiligung dazu, daß die Arbeitnehmer tendenziell ihre Einkommensforderungen mäßigen – allerdings lediglich *"un peu"*. Die Betriebsgewerkschaften werden bei ihren Lohnforderungen *"plus compréhensives"* und verhalten sich insgesamt *"un peu plus modestes"* - *"on fait un compromis en fonction de l'intérêt de l'entreprise"*. Insgesamt sehen die Arbeitnehmer dementsprechend in einem erhöhten Einkommen den Hauptvorteil der Beteiligung, der Befriedigung eines Informationsbedürfnisses kommt nur eine weit nachgeordnete Bedeutung, der Beteiligung an Entscheidungen nahezu keine Bedeutung zu.

Die Kapitalbeteiligung hat nach Einschätzung des Interviewpartners jedoch keine Auswirkungen auf das Verhalten der Arbeitnehmer, beispielsweise im Hinblick auf eine stärkere Service-Orientierung beim Umgang mit Kunden. Hier werden Prämien und Weiterbildungsmaßnahmen eindeutig favorisiert. Selbst dem *intéressement* und der *participation* kommt eine größere Bedeutung zu als der Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer. Lediglich die Arbeitsüberwachung wird als noch weniger zweckmäßig beurteilt. Die Beteiligung hat bislang auch nicht dazu geführt, daß die Arbeitnehmer unpopuläre Maßnahmen im Personalbereich (beispielsweise längere Arbeitszeiten) eher zu akzeptieren bereit wären. Die Aufspaltung der Belegschaft in beteiligte und nicht-beteiligte Arbeitnehmer stellt nahezu kein Problem dar, da die "*quasi totalité des salariés*" ohnehin am Unternehmen beteiligt ist.

#### **4. Wirkungen auf die Kapitalstruktur und die Kosten des Unternehmens**

Im Bereich der Auswirkungen auf das Unternehmenskapital und die Kosten liessen sich z.T. sehr exakte Zahlen ermitteln: Seit der Einführung im Jahre 1988 ist dem Unternehmen durch die Aktienbeteiligung der Arbeitnehmer Mittel in einer Gesamthöhe von ungefähr 8,3 Mrd. FF zugeflossen. Die Suchkosten nach Aktionären wird jedoch gegenüber externen Anlegern als wesentlich geringer eingeschätzt: Die gesetzlichen Auflagen sind bei einer Kapitalerhöhung im Zuge einer Mitarbeiterbeteiligung wesentlich weniger restriktiv. Darüber hinaus sind die Kommunikationskosten geringer, die Mitarbeiter können mit relativ geringem Kostenaufwand erreicht werden und mit geringem Kostenaufwand ständig über die Entwicklung des Unternehmens informiert werden. Eine Quantifizierung ist jedoch nicht möglich. Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung wird durchaus auch als ein geeignetes Mittel beurteilt, um bei den Arbeitnehmern ein stärkeres Kostenbewußtsein zu erhöhen: lediglich dem *intéressement* und der *participation* wird hier eine noch stärkere Bedeutung zugeschrieben. Arbeitsüberwachung, Weiterbildungsmaßnahmen und Prämien werden hier als weniger geeignet angesehen. Der Bezug zwischen diesem Kostenbewußtsein und der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung liegt in dem Gewinn, der sich durch eine Senkung der allgemeinen Ausgaben erhöhen läßt und sich aus Sicht des Arbeitnehmers in der Dividende niederschlägt.

Die Verwaltungskosten der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung werden einschließlich der Personalkosten auf etwa 3 Mio. FF jährlich quantifiziert.

Im Bereich der Personalkosten führt die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung vor allem zu einer Flexibilisierung der Entgelte. Aus Sicht des Unternehmens stellt sich aber zunehmend das Problem, daß die Arbeitnehmer die Beteiligung immer mehr als Bestandteil ihres regulären Einkommens und nicht als ein zusätzliches Einkommen betrachten. Im Bereich der mit der Beteiligung verbundenen steuer- und sozialabgabenrechtlichen Vergünstigungen ist ebenfalls eine Quantifizierung möglich: 1998 konnten insgesamt 260 Mio. FF eingespart werden, seit 1988 bisher insgesamt annähernd 2 Mrd. FF.

Herr Arcache kann jedoch keine Angaben über Belege darüber machen, daß die übrigen externen Aktionäre der Tatsache, daß die Arbeitnehmer erheblich am Unternehmenskapital beteiligt sind, irgendeine Bedeutung beimessen. Generell geht er davon aus, daß dies insgesamt positiv eingeschätzt wird – mit einer Ausnahme: Die Aktionärsgruppe der ausländischen Investmentfonds steht seiner Ansicht nach – insbesondere wegen des den Arbeitnehmern gewährten Preisabschlags – der Beteiligung eher kritisch gegenüber.

#### Fragenbereich D: Abschließende Fragen

Bei der Société Générale wird die Tatsache, daß die Arbeitnehmer in erheblichem Ausmaß an dem Unternehmen beteiligt sind, nicht gezielt nach außen kommuniziert. Im Zuge der drohenden feindlichen Übernahme durch die *Banque Nationale de Paris (BNP)* wurde aber in jüngster Zeit mit dem Ziel der Emotionalisierung in den Medien verstärkt auf die im Vergleich zur *BNP* wesentlich stärkere Beteiligung der Arbeitnehmer aufmerksam gemacht, um die enge Bindung der Mitarbeiter an das Unternehmen zu verdeutlichen.

Gäbe es für das Unternehmen keine steuer- und sozialabgabenrechtlichen Vergünstigungen, so wäre die Bedeutung dieser Beteiligung nach Angaben von Herrn Arcache für das Unternehmen "*beaucoup plus faible*". Die Wirkungen der Beteiligung stellen sich erst nach einem bis drei Jahren ein. In einer abschließenden Gesamtbetrachtung der angestrebten Ziele und erreichten Wirkungen zeigt sich, daß das Unternehmen die mit der Beteiligung verbundenen prioritären Ziele "Verstärkung der Liquidität und Eigenkapitalbasis", "Vermeidung feindlicher Übernahmen" und "Verbesserung der finanziellen Situation der Arbeitnehmer" erreicht hat. Die "stärkere Identifikation der Arbeitnehmer mit dem Unternehmen" stellte für das Unternehmen nur ein sehr nachrangiges Ziel dar, sie ist jedoch durchaus ein zu beobachtender Effekt: "*L'actionnariat salarial, à mon avis, était très fédérateur dans le combat avec la BNP*". Ähnliches gilt für die "Erhöhung der Motivation und Produktivität" der Arbeitnehmer und in abgeschwächter Form auch für positive Kosteneffekte – beide stellten aus Unternehmenssicht kein vorrangiges Ziel dar, sind bislang aber durchaus Ergebnis der Beteiligung: "*On a maîtrisé l'évolution des salaires*".



## X. Exemple pour une mensuelle déclaration à l'employé sur le développement de la Valeur

RESSOURCES ET RELATIONS HUMAINES  
RSRH/EMP

Fontenay sous Bois le 4 août 1999

Répondeur : 01.42.14.58.97

Téléphone : 01.42.14.59.61

Télécopie : 01.42.14.65.49

N°99/07

5 AOUT 1999

USAGE INTERNE

**A AFFICHER  
A FAIRE CIRCULER**

AVIS FONDS COMMUNS DE PLACEMENT DU PLAN D'ÉPARGNE DE L'ENTREPRISE					
FONDS	VALEUR DE PARTS AU		POURCENTAGE D'ÉVOLUTION PAR RAPPORT		RENDEMENT ANNUEL ** DEPUIS LA SOUSCRIPTION
	30/07/1999		AU 30/12/1998	A LA SOUSCRIPTION AU 28/04/1995	
	Francs	Euros			
"A"	247,73	37,766	1,2 %	42,2 %	8,5 %
"B"	355,19	54,149	5,9 %	83,0 %	15,0 %
"C"	193,69	29,528	12,9 %	109,4 %	18,6 %
"E**"	74,42	11,346	28,6 %	227,3 %	31,5 %

\*Cours action S.G au 30 juillet 1999 FRF. 1 128,25 - EUR. 172,00  
\*\*Pour vos avoirs souscrits en Mai 1995 et disponibles le 01.04.2000

### INFOS

#### VALEUR DE PART PLANCHER LORS D'UN REMBOURSEMENT ou D'UN TRANSFERT

La valeur de part plancher doit être indiquée en **EUROS**.

#### VALEUR DE PART PLANCHER LORS D'UN TRANSFERT DE FONDS

Il est possible d'effectuer des transferts entre fonds avec valeur de part plancher. Le principe est identique à celui d'un remboursement avec valeur de part plancher. Le transfert de fonds n'est exécuté qu'à condition que la valeur de la part du fonds d'origine atteigne la valeur fixée par le détenteur des parts ; Pour bénéficier de cette option, il suffit de rajouter la mention "prix plancher" et sa valeur sur l'imprimé en votre possession.

#### PRELEVEMENTS SOCIAUX

Les remboursements des parts tiennent compte des prélèvements sociaux.  
L'assiette de calcul porte sur les plus-values réalisées depuis le 01/02/96 pour la C.R.D.S, depuis le 01/01/97 pour la C.S.G, et le 01/01/98 pour le prélèvement social unique. Les montants prélevés figurant sur les relevés de compte Epargne Salariale. Ils sont réglés au Trésor directement par la Société Générale.

#### SORTIES EN TITRES

Pour le FONDS " E", vous pouvez obtenir le remboursement en actions SOCIÉTÉ GÉNÉRALE :  
- Leur revente est imposable au titre des plus-values de cessions (26% y compris prélèvements sociaux) lorsque le montant annuel des cessions de votre foyer fiscal excède une somme de F. 50.000 au titre de l'année 1999.  
- La plus-value (ou moins value) est, pour chaque action, déterminée en comparant le prix de cession et la valeur du titre lors de la sortie du FONDS.

avaicp.doc



2793 14512024400415 5 / 20

# XI. Mitteilung der Unternehmensleitung der Société Générale an die beteiligten Arbeitnehmer über die ablehnende Haltung des Fonds „E“ gegenüber der Übernahme durch die BNP.

Le 03/08/99

## URGENT - MESSAGE À DIFFUSER À L'ENSEMBLE DU PERSONNEL

A l'attention de :

Messieurs les Membres du Comité de Direction  
Messieurs les Délégués Régionaux  
Mesdames et Messieurs les Directeurs d'agence  
Mesdames et Messieurs les Responsables de la diffusion de l'information  
Mesdames et Messieurs les S.R.H.

### PRISE DE POSITION DU FONDS "E" SUR L'OPE DE LA BNP

Le conseil de surveillance du Fonds Commun de Placement "E" des salariés de la Société Générale s'est réuni le 2 août 1999 sur demande de la société de gestion. Cette réunion, conformément aux dispositions du règlement de déontologie de l'ASFPI, avait pour objet de prendre position sur l'offre publique d'échange des actions Société Générale contre des actions de la Banque Nationale de Paris, initiée par cette dernière.

Le conseil de surveillance, qui est composé de manière paritaire de représentants des salariés et de la direction, a pris connaissance des notes d'information émises par la BNP et visées par la Commission des Opérations de Bourse, ainsi que des notes en réponse de la Société Générale. L'intérêt du projet pour les porteurs de parts a été analysé en prenant en compte l'attrait financier de l'opération et l'intérêt social de l'entreprise, notamment en terme de défense de l'emploi.

A l'issue d'un vote, le conseil de surveillance a rejeté à l'unanimité l'offre publique d'échange de la BNP et a demandé à la société de gestion de ne pas apporter les actions Société Générale à cette offre.

Rappelons que le Fonds "E" détient actuellement 8,4 % du capital de l'entreprise et 11,9 % des droits de vote.

DIRECTION des RESSOURCES et RELATIONS HUMAINES

## XII. Ergebnisprotokoll des Interviews bei dem Unternehmen B.

### 1. Durchführung des Interviews

Das Interview mit dem Vertreter des Unternehmens B fand am 26. August 1999 am Sitz der Holding in Paris statt. Der Interviewpartner war der "*Directeur Développement des Ressources Humaines*", der direkt dem "*Directeur Général des Ressources Humaines*" unterstellt ist. Das Gespräch dauerte insgesamt 3 Stunden, zeitweise nahm auch der Assistent des Interviewpartners teil. Eine Aufzeichnung des Interviews mit einem Tonbandgerät wurde nicht gestattet. Auch wurde - mit dem Hinweis auf schlechte Erfahrungen in der Vergangenheit und auf eventuelle Problemen mit der Direktion - Wert darauf gelegt, daß in der Veröffentlichung der Ergebnisse weder der Name des Unternehmens noch der Interviewpartner genannt werden.

### 2. Präsentation des Unternehmens

Das Unternehmen wurde Mitte der 50er Jahre als mittelständisches Bauunternehmen gegründet, das seinen Aktivitätsbereich auf den Großraum Paris beschränkte. Die Besonderheit des Unternehmens bei der Herstellung von Gebäuden bestand darin, daß diese in Fertigbauweise - Plattenbauten ähnlich - erfolgte und damit nach dem Krieg den Markterfordernissen (schnelle Bauweise, Gebäude mit vielen Wohneinheiten) entsprochen werden konnte. 1970 wurde das Unternehmen erstmals an der Börse von Paris notiert. Heute ist das Unternehmen als eine international operierende Holding strukturiert, deren beiden Geschäftsbereiche der Bausektor (Strassenbau, Wohnungsbau, Bau von öffentlichen Gebäuden und Industriebauten) und der Dienstleistungssektor (Gas-, Wasser- und Elektrizitätsversorgung, Fernsehen und Telekommunikation) sind. Der Bausektor trägt ungefähr zu zwei Dritteln, der Dienstleistungssektor ungefähr zu einem Drittel zum Umsatz bei. Während in den vergangenen Jahren bei der Entwicklung des Bausektors ein Umsatzrückgang festzustellen ist, trägt insbesondere die Entwicklung des Telekommunikationsbereiches zum Wachstum des Unternehmens bei. Eine besondere Zäsur stellte für das Unternehmen der Tod des Firmengründers Ende der 80er Jahre dar. Die Leitung des Unternehmens ging danach auf einen seiner Söhne über, was nach Angaben des Interviewpartners den Übergang von einem "*patron*" zu einem "*manager stratégique*" gleichkam. Der Firmengründer ist dennoch in dem Unternehmen omnipräsent: Einerseits durch Büsten, die am Sitz der Holding an mehreren Stellen (beispielsweise vor dem Eingang des Sitzungssaals des Aufsichtsrates) aufgestellt sind, andererseits aber auch im Denken der Mitarbeiter, für die er auch heute noch eine moralische Instanz darzustellen scheint. Auffallend war während des Interviews, daß oftmals die Überzeugungen und Einstellungen des Firmengründers als Referenzgröße herangezogen wurden - obwohl der Interviewpartner erst einige Jahre nach dessen Tod in das Unternehmen eintrat.

### 3. Ergebnisse zu den Fragenbereichen

#### Fragenbereich A: Das Unternehmen

Die zur Holding gehörenden Unternehmen beschäftigten Mitte 1999 ungefähr 104.000 Arbeitnehmer. In Frankreich ging die Anzahl der Beschäftigten zurück, im Ausland stieg sie. Eine Flexibilisierung der Beschäftigung und Beschäftigungsabbau erfolgt insbesondere über im Bausektor übliche Zeitverträge, im Dienstleistungsbereich nahm die Anzahl der Beschäftigten zu. Maßnahmen zur Arbeitsplatzsicherung, beispielsweise über Vereinbarungen zwischen den Arbeitnehmervertretern und der Unternehmensleitung, sind nicht vorhanden. Im Unternehmen sind 5 Gewerkschaften vorhanden, die beiden bedeutendsten (*Force ouvrière* und *Confédération française des travailleurs chrétiens*) sind jedoch als unabhängige Betriebsgewerkschaften organisiert.

Die Unternehmensdaten stellen sich folgendermaßen dar:

	<u>Umsatz:</u>	<u>Gewinn:</u>	<u>Dividende:</u>
1996:	82,5 Mrd. FF	654 Mill. FF	17 FF
1997:	91,9 Mrd. FF	755 Mill. FF	17 FF
1998:	99,5 Mrd. FF	530 Mill. FF	17 FF

Entwicklung des Börsenkurses in den vergangenen 5 Jahren (jeweils zum Jahresende):

1994:	425 FF
1995:	350 FF
1996:	470 FF
1997:	562 FF
1998:	674 FF

Diese Unternehmensdaten werden gegenüber den Mitarbeitern in gleicher Weise wie extern gegenüber den übrigen Aktionären kommuniziert. Maßnahmen zur Sensibilisierung der Mitarbeiter gegenüber dem Unternehmenswert, beispielsweise durch laufende Informationen über den Aktienwert, erfolgen nicht.

#### Aktionärsstruktur (1998):

Familienbesitz:	ca. 25%
Arbeitnehmer:	ca. 7%
Französische institutionelle Anleger:	ca. 15%
Französische Kleinaktionäre:	ca. 27%
Ausländische Anleger (insbes. Investmentfonds):	ca. 26%

### Zusammensetzung des Aufsichtsrates (1998):

18 Mitglieder, davon:

Vertreter der Nicht-Arbeitnehmer Aktionäre:	16
Vertreter der Arbeitnehmer:	0
Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre:	2

Das Abstimmverhalten der Vertreter der Arbeitnehmer-Aktionäre stimmt nach Angaben des Interviewpartners regelmäßig mit dem der übrigen Kapitalvertreter überein. Der Grund hierfür sei *“la confiance absolue des salariés dans la direction générale du groupe”*.

### Fragenbereich B: Die Grundlagen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung

Die Arbeitnehmer wurden erstmals 1990 (also nach dem Tod des Firmengründers, der zuvor eine Beteiligung mit dem Argument *“pas de risque aux salariés”* abgelehnt hatte) am Kapital des Unternehmens beteiligt. Ihr Kapitalanteil beträgt heute ungefähr 7%, der Stimmenanteil liegt bei annähernd 10%. Der Anteil der Arbeitnehmer, die am Kapital beteiligt sind, läßt sich nicht genau ermitteln, da er zwischen den Unternehmen der Holding stark differiert. Im Dienstleistungsbereich liegt er wesentlich höher als im Bausektor. Von dem Kapital, das die Arbeitnehmer des Unternehmens besitzen, befindet sich ungefähr 50% in den Händen des Managements, 40% in den Händen der *Cadres* und 10% in den Händen der übrigen Arbeitnehmer.

Die Verwaltung der Aktien der Arbeitnehmer erfolgt bislang ausschließlich über einen *FCPE*, an dem die Arbeitnehmer beteiligt sind. Der Wert der Fondsanteile verändert sich parallel zum Börsenwert der Aktien, insofern sind die Arbeitnehmer an Kurseinbußen beteiligt. Der Fonds wird von einem Finanzunternehmen (*Crédit Lyonnais*) verwaltet. Die Überwachung der Verwaltung erfolgt durch einem *“conseil de surveillance”*, in dem Arbeitnehmer und Arbeitgeber paritätisch vertreten sind. Allerdings hat der Vertreter des Direktoriums ein Doppelstimmrecht. Die Vertreter der Arbeitnehmer-Kapitaleigner im Aufsichtsrat sind zugleich auch Mitglied im *conseil de surveillance* des Fonds. Eine gesonderte Information der übrigen Aktionäre über die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung erfolgt nicht, lediglich im Falle von Aktienoptionen wird der *conseil der surveillance* einbezogen, der dieser Beteiligung zustimmen muß.

Im Unternehmen B gibt es folgende Formen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung:

1. **Gratissaktien:** Diese wurden während der beschränkten Geltungsdauer des Gesetzes an die Arbeitnehmer ausgegeben, haben aber heute keine praktische Bedeutung mehr. Es wird davon ausgegangen, daß die Mehrheit dieser Aktionäre die Anteile zwischenzeitlich wieder verkauft hat. Genaue Informationen hierüber liegen aber nicht vor. Dem Interviewpartner ist aber bekannt, daß zahlreiche Arbeitnehmer

die Aktien auf Grund einer emotionalen Bindung zum Unternehmen nicht verkauft haben: *"Il y a des gens qui conservent leurs actions religieusement."*

**2. Belegschaftsaktien:** Diese Form der Beteiligung ist zwar bislang nicht in allen Holdinggesellschaften vorgesehen, sie hat allerdings bei einigen Töchtergesellschaften bereits große Relevanz. Im Bausektor ist diese Beteiligungsform bislang nicht vorhanden. Aufgrund der bisherigen - und eher desillusionierenden - Erfahrungen mit der angewandten Beteiligung nur über Fonds ist jedoch geplant, für alle Mitarbeiter der Holdinggesellschaften einen Aktiensparplan einzuführen. Hierfür wurde 1999 eine Arbeitsgruppe gebildet.

**3. Beteiligung im Zuge einer Privatisierung:** In diesem Unternehmen nicht zutreffend.

**4. Aktienoptionsplan:** Die Beteiligung in Form von Aktienoptionsplänen ist ausschließlich den Angehörigen des Top-Managements vorbehalten. Die Frage nach der Begründung dieser Einschränkung wurde mit *"on n'a pas justifié"* und dem Hinweis, daß diese Beteiligung *"très discret"* durchgeführt wurde, beantwortet. Das der Option zugrundeliegende Kapital stammte aus einer Kapitalerhöhung, der die Versammlung der Aktionäre ohne Widersprüche (*"a posé absolument aucun problème"*) zustimmte. Der Aktienoptionsplan wurde 1995 bei einem Börsenkurs von ungefähr 600 FF eingeführt, der Preis der Option errechnete sich durch einen Abschlag von 20% auf diesen Wert. Der Aktienoptionsplan hatte eine Laufzeit von 5 Jahren, die Option konnte erstmals nach zwei Jahren in der Höhe eines Viertels der gezeichneten Optionen erfolgen, in den Folgejahren jeweils wiederum in der Höhe eines Viertels. Da der Börsenkurs nach Ablauf der zwei Jahre nur unbedeutend über dem Preis der Option lag (ungefähr 500 FF), resultierte der Gewinn nahezu ausschließlich aus dem Preisabschlag. Der beträchtliche Kursanstieg der Aktien gegen Ende der 90er Jahre bewirkte allerdings, daß bei einer späteren Ausübung der Option erheblich Gewinne realisiert werden konnten. In Kürze soll ein neuer Aktienoptionsplan eingeführt werden, der jedoch nur einen Preisabschlag von 5% und eine Festlegungsfrist von 5 Jahren vorsieht.

**5. Maßnahmen mit indirektem Bezug zur Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung:** Die für das Unternehmen bedeutendste Form der Beteiligung stellt der Unternehmenssparplan dar. Die hier angelegten Beträge stammen von Einzahlungen der Arbeitnehmer und Zuschüssen des Arbeitgebers. Die im Unternehmenssparplan angesammelten Beträge können ausschließlich in einem FCPE - der wiederum ausschließlich Aktien des Unternehmens enthält - investiert werden, die anderen gesetzlich ebenfalls möglichen Anlagemethoden bleiben vorenthalten. Nach der bis 1998 gültigen Regelung stammten die dem Unternehmenssparplan zugrunde liegenden Aktien ausschließlich aus Kapitalerhöhungen. Auf den Preis der durch den Fonds erworbenen Aktien wurde ein Abschlag von 20% gewährt, die die durch die Arbeitnehmer angesparten Beträge wurden durch das Unternehmen generell mit einem Zuschuß in Höhe von 30% des Sparbetrages unterstützt. Seit 1999 ist eine neue Regelung in Kraft: Um eine Verwässerung des Kapitals zu vermeiden,

stammen die dem neuen *FCPE* zugrunde liegenden Aktien ausschließlich von einem Ankauf eigener Anteile an der Börse. Der generelle Zuschuß des Unternehmens in Höhe von 30% des Sparbetrages des Arbeitnehmers wurde durch eine neue Regelung ersetzt, die untere Einkommensgruppen unterstützen soll: Für jährliche Sparbeträge des Arbeitnehmers bis zu 6.000 FF leistet das Unternehmen einen Zuschuß in gleicher Höhe. Für darüber hinaus gehende Sparleistungen bis zu einer Höhe von 14.400 FF leistet das Unternehmen einen Zuschuß von lediglich 50%. Diesen Betrag übersteigende Beträge werden von dem Unternehmen überhaupt nicht mehr gefördert, gleichwohl das Gesetz Zuschüsse des Unternehmen bis zu 22.000 FF jährlich von Steuern und Sozialabgaben befreit. Der Arbeitnehmer erhält einmal pro Quartal einen Kontoauszug.

## **Fragenbereich C: Wirkungen der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung**

### **1. Angestrebte Wirkungen**

Die mit der Beteiligung verbundenen Zielsetzungen liegen darin, die Motivation der Arbeitnehmer sowie deren Identifikation mit dem Unternehmen und seinen Zielen zu verstärken. Darüber hinaus stand die Verbesserung der Eigenkapitalbasis und die Vermeidung von feindlichen Übernahmen im Vordergrund der Ziele. Die Reduzierung von Kosten sowie die Verbesserung des Arbeits- und Betriebsklimas stellen keine Zielsetzung der Beteiligung dar.

### **Information der Arbeitnehmer und Entscheidungsbeteiligung**

Eine Beteiligung der Interessenvertretungsorgane bei der Konzeptionierung der Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung 1990 fand nicht statt. Erst nach dem Beschluß des Direktoriums erfolgten umfangreiche Kampagnen durch die Personalabteilung, die für die Beteiligungsform warben. Die Haltung der im Unternehmen vertretenen Gewerkschaften - außer der *CGT* - gegenüber der Beteiligung war aber durchaus positiv. Allerdings wurden keine Maßnahmen eingeleitet, die den Arbeitnehmern einen Bezug zwischen ihrer eigenen Arbeitsleistung und dem Wert ihrer Fondsanteile verdeutlichte. Die Aktien der Arbeitnehmer sind zwar mit einem Stimmrecht ausgestattet, jedoch nur indirekt: Bei der Hauptversammlung erfolgt die Stimmabgabe durch den *FCPE*. Die Beteiligung führt auch nicht dazu, daß die Arbeitnehmer im Vergleich zu den Aktionären mit zusätzlichen Informationen beispielsweise zu betriebswirtschaftlichen Daten des Unternehmens versorgt werden. Ein eigenes Vertretungsorgan der Arbeitnehmer-Aktionäre ist nicht vorhanden.

Die Frage nach einer Einstellungsänderung der Arbeitnehmer-Aktionäre gegenüber Entscheidungen des Unternehmens, die beispielsweise negative Auswirkungen auf die Beschäftigungssituation haben, wurde eindeutig verneint: Es wird davon ausgegangen, daß die Gruppe der Arbeitnehmer-Aktionäre einer solchen Entscheidung ebenso ablehnend gegenüber steht wie die nicht-beteiligten Arbeitnehmer. Bei den Investmentfonds und den übrigen institutionellen Anlegern wird hingegen davon ausgegangen, daß diese einer solchen Entscheidung eher positiv gegenüber stehen. Auffallend ist jedoch die Einschätzung, wonach die Familien-

mitglieder des Unternehmensgründers, die Anteile besitzen, einer solchen Entscheidung ebenfalls eher ablehnend gegenüber stehen. Daß bei den Arbeitnehmern die Beteiligung nicht zu einer Einstellungsänderung führt, wird darauf zurückgeführt, daß diese die Aktien nur indirekt über einen Fonds besitzen.

### **Wirkungen bei den Arbeitnehmern**

Aus Sicht des Unternehmens wäre es wünschenswert, wenn die Arbeitnehmer die Aktienbeteiligung als ein zusätzliches Einkommen betrachten würden. In der Realität wird aber die Tendenz festgestellt, daß die Beteiligung viel eher als *“une partie intégrante du salaire”* betrachtet wird. Dementsprechend führt die Kapitalbeteiligung auch nicht dazu, daß die beteiligten Arbeitnehmer ihre Lohnforderungen mäßigen. Das vermutete Hauptinteresse der Arbeitnehmer an der Beteiligung liegt ausschließlich an einer Erhöhung des Einkommens. Einer verbesserten Information oder gar einer Beteiligung an Entscheidungen kommt keine Bedeutung zu. Die Kapitalbeteiligung hat nach Einschätzung des Interviewpartners auch keine Auswirkungen auf das Verhalten der Arbeitnehmer, beispielsweise im Hinblick auf eine stärkere Service-Orientierung beim Umgang mit Kunden. Arbeitsüberwachung und Weiterbildungsmaßnahmen werden hier favorisiert. Auch führt die Beteiligung nicht dazu, daß unliebsame personalpolitische Entscheidungen (beispielsweise Verlängerung der Arbeitszeit) seitens der Arbeitnehmer eher akzeptiert werden. Begründet wird dies ebenfalls damit, daß die Arbeitnehmer nur indirekt über einen Fonds am Kapital beteiligt seien. Hingegen stellt die Splittung der Belegschaft in am Kapital beteiligte Arbeitnehmer und nicht am Kapital beteiligte Arbeitnehmer kein Problem dar.

### **Wirkungen auf die Kapitalstruktur und die Kosten des Unternehmens**

Im Bereich der Kosteneffekte und finanzwirtschaftlichen Auswirkungen des Unternehmens hat die bisherige Form der Beteiligung über eine Kapitalerhöhung zwar die Eigenkapitalbasis verstärkt, andererseits aber zu einer stetigen Verwässerung der Anteile der übrigen Aktionäre geführt. Künftig soll deshalb eine Ausgabe von Aktien an die Arbeitnehmer über einen Fonds nur noch durch den Ankauf eigener Aktien an der Börse erfolgen. Es wird aber davon ausgegangen, daß die Attraktivität der Aktie – durch die gestiegene *“fidélité des employés”* – für externe Investoren durch die Beteiligung der Arbeitnehmer steigt. Auch werden die Suchkosten nach Investoren im Falle einer Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer geringer eingeschätzt als bei externen Investoren. Auf das Kostenbewußtsein der Arbeitnehmer hat die Beteiligung hingegen nahezu keine Auswirkungen, favorisiert wird hier ebenfalls Arbeitsüberwachung und Weiterbildung bzw. im Einzelfall Mitarbeitergespräche. Der Interviewpartner geht auch hier davon aus, daß im Falle einer direkten Beteiligung der Arbeitnehmer die Auswirkungen auf das Kostenbewußtsein der Arbeitnehmer sehr viel stärker wären. Eine entsprechende Wirkung wird einer Beteiligung über einen Fonds nicht zugeschrieben. Über die Kosten, die mit der Verwaltung der Fonds verbunden sind, können keine Angaben gemacht werden. Gleiches gilt für die exakte Quantifizierung der für das Unternehmen aus der Be-



teilung resultierenden Vergünstigungen im Bereich der Steuer- und Sozialabgaben. Hingegen wird davon ausgegangen, daß die Beteiligung – die ja von den Arbeitnehmern eher als Bestandteil ihres regulären Einkommens gewertet wird – langfristig zu einer Lohnflexibilisierung führen kann.

#### **Fragenbereich D: Abschließende Fragen**

Die Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung wird in diesem Unternehmen nicht gezielt - beispielsweise in Form von Zeitungsanzeigen - nach außen kommuniziert. Der Interviewpartner kam zu dem Ergebnis, daß der Beteiligung in dem Unternehmen eine etwas geringere Bedeutung zukäme, wenn die – jedoch nicht quantifizierten – steuer- und sozialabgabenrechtlichen Vergünstigungen nicht vorhanden wären. Die Wirkungen einer Kapitalbeteiligung treten nach Angaben des Interviewpartners sofort nach der Ankündigung der Beteiligung ein – sie lassen aber schon nach kurzer Zeit nach. Auch dieses Phänomen wird mit der *“deconnexion totale”* begründet: Die Arbeitnehmer sind ausschließlich über einen Fonds beteiligt, das Problem des Herstellens eines direkten Bezugs zwischen der eigenen Arbeitsleistung und dem Wert der Aktien wird hierdurch erschwert. In einer abschließenden Gesamtbetrachtung der erreichten Ziele und Wirkungen zeigt sich, daß ausschließlich für die Bereiche "Verstärkung der Liquidität und Eigenkapitalbasis" und "Vermeidung von feindlichen Übernahmen" die Beteiligung zu den gewünschten Ergebnissen geführt hat. Obwohl Motivationseffekte beabsichtigt wurden, werden diese bisher nicht festgestellt. Die Verbesserung der finanziellen Situation hingegen war zwar kein prioritäres Ziel der Beteiligung, sie war aber ein eindeutiges Resultat der Beteiligung. Auf die Verbesserung des Arbeits- und Betriebsklimas hatte die Beteiligung keine Auswirkungen, dies war jedoch auch kein vorrangiges Ziel. Ähnliches gilt für Kosteneffekte beispielsweise durch geringere Fluktuation, geringeren Absentismus und mehr Kostenbewußtsein der Arbeitnehmer. Die stärkere Identifikation der Arbeitnehmer stellte hingegen ein oberstes Ziel der Beteiligung dar, sie wurde zwar erreicht, aber nicht in dem gewünschten Ausmaß.

## Quellenverzeichnis

### Verzeichnis der verwendeten Literatur

**ABN AMRO:** Emissionsprospekt "Der europäische ‚Mitarbeiter-Beteiligungs-Index‘", Frankfurt, ohne Jahresangabe.

**Ahlbrandt, Roger S.; Leana, Carrie R.; Murrell, Audrey J.:** Employee Involvement Programmes Improve Corporate Performance, in: Long Range Planning, 25. Jg. (1992), Nr. 5, S. 91-98.

**Ahn, Heinz; Dyckhoff, Harald:** Organisatorische Effektivität und Effizienz, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 26. Jg. (1997), Nr. 1, S. 2-6.

**Alchian, Armen; Demsetz, Harold:** Production, Information Costs, and Economic Organization, in: American Economic Review, 62. Jg. (1972), Nr. 4, S. 777-795.

**Alkhafaji, Abbass F.:** A Stakeholder Approach to Corporate Governance, Westport 1989.

**Amely, Tobias:** Shareholder-Value als strategisches Steuerungsinstrument?, in: Sparkasse, 114. Jg. (1997), Nr. 6, S. 277-281.

**Ammon, Günther:** Der französische Wirtschaftsstil. Eine Bestandsaufnahme nach 12 Jahren Liberalisierung, in: Klump, Rainer (Hrsg.): Wirtschaftskultur, Wirtschaftsstil und Wirtschaftsordnung. Methoden und Ergebnisse der Wirtschaftskulturforschung, S. 125-139.

**Arbeitskreis "Finanzierung" der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.:** Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 48. Jg. (1996), Nr. 6, S. 543-578.

**d'Arcimoles, Charles-Henri:** GRH, performance économique et valeur financière de l'entreprise: Modèles, Information, contrôle, in: Valeur marché et organisation, Actes des XIV<sup>èmes</sup> Journées nationales des I.A.E., Nantes 1998, S. 97-114.

**Armstrong, Michael:** Employee Reward, London 1997.

**Asquit, Paul; Mullins Jr., David W.:** Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues, in: Financial Management, 15. Jg. (1986), Nr. 3, S. 27-44.

**Backes-Gellner, Uschi:** Personalwirtschaftslehre - eine ökonomische Disziplin?!, in: Weber, Wolfgang (Hrsg.): Grundlagen der Personalwirtschaft, Wiesbaden 1996, S. 297-315.

**Baden, Kay:** Alternative Ansätze zur Performance-Messung von Unternehmen, in: Höfner, Klaus; Pohl, Andreas (Hrsg.): Wertsteigerungsmanagement, Frankfurt/Main; New York 1994, S. 116-149.

**Baden, Kay:** Zum Wohl der Aktionäre, in: Manager Magazin, 26. Jg. (1996), Nr. 4, S. 146-157.

**Ball, Helmut:** Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter. Ein vorteilhaftes Finanzierungsinstrument, in: Schlotter, Hans-Günther (Hrsg.): Modelle und Perspektiven der Mitarbeiterbeteiligung, Krefeld 1986, S. 5-29.

**Ballwieser, Wolfgang:** Aktuelle Probleme der Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg. (1995), Nr. 4, S. 119-129.

**Ballwieser, Wolfgang:** Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren, in: Die Wirtschaftsprüfung, 51. Jg. (1998), Nr. 3, S. 81-92.

**von Baratta, Mario (Hrsg.):** Der Fischer Weltalmanach 2000, Frankfurt 1999.

**Barsoux, Jean-Louis; Lawrence, Peter:** Wie Frankreich seine Kader schmiedet, in: Harvard Manager, 14. Jg. (1992), Nr. 1, S. 30-37.

**Barthel, Carl W.:** Der Wert des Unternehmens. Handbuch der Unternehmensbewertung, 18. Ergänzungslieferung, Dezember 1997.

**Bartscher, Thomas R.; Steinmann, Olaf:** Der Human-Resource-Accounting-Ansatz innerhalb der Personal-Controlling-Diskussion, in: Zeitschrift für Personalforschung, 4. Jg. (1990), Nr. 4, S. 387-401.

**Bar-Yosef, Sasson; Huffman, Lucy:** The Information Content of Dividends: A Signalling Approach, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21. Jg. (1986), Nr. 1, S. 47-58.

**BASF Aktiengesellschaft:** Geschäftsbericht 1997, Ludwigshafen 1998.

**de la Baume, Renaud:** Intéressement: Du Pont de Nemours offrira des stock options à 136.000 employés, in: L'Evenement, o. Jg. (1991), 19. Februar 1991, Seite 24.

**Baums, Theodor; Frauen, Christian:** Institutionelle Anleger und Publikums-gesellschaft: Eine empirische Untersuchung, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg. (1995), Nr. 3, S. 97-112.

**Baums, Theodor; v. Randow, Philipp:** Der Markt für Stimmrechtsvertreter, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg. (1995), Heft 4, S. 145-163.

**Becker, Fred G.:** Erfolgs- und leistungsbezogene strategisch-orientierte Anreizsysteme, in: Marktforschung & Management – Zeitschrift für marktorientierte Unternehmenspolitik, 41. Jg. (1997), S. 112-119.

**Becker, Gary S.:** Human Capital: a theoretical and empirical analysis, with specific reference to education, Chicago 1992.

**Becker, Gernot B.:** Shareholder Value Analysis als Instrument der strategischen Planung, in: Das Wirtschaftsstudium, 24. Jg. (1995), Nr. 2, S. 122-124.

**Bergbauer, Axel K.:** Unternehmensqualität ist meßbar, in: Qualität und Zuverlässigkeit, 43. Jg. (1998), Nr. 6, S. 689-692.

**Berlin, Dominique:** Le cadre législatif et réglementaire des opérations de privatisation, in: Droit et pratique du commerce international, 19. Jg. (1993), Nr. 3, S. 371-483.

**Besse-Boumard, Pascale:** Les actionnaires salariés à la recherche d'une vraie participation, in: Les Echos, Sonderbeilage Le Planisphère, 10. Dezember 1998, S.VI.

**Besses-Boumard, Pascale:** Les sociétés cotées découvrent les vertus multiples de l'actionariat salarié, in: Les Echos, Nr. 17906 (1999, 26. Mai 1999. S. 37.

**Besses-Boumard, Pascale; Hénisse, Pascal:** Le rachat d'actions au secours de la valeur actionariale, in: Les Echos, Nr. 17248 (1996), 8. Oktober 1996, S. 26.

**Beyer, Heinrich; Lezius, Michael:** Materielle und immaterielle Mitarbeiterbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland, in: FitzRoy, Felix R.; Kraft, Kornelius (Hrsg.): Mitarbeiterbeteiligung und Mitbestimmung im Unternehmen, Berlin/New York 1987, S. 25-60.

**Beyer, Jürgen:** Managerherrschaft in Deutschland?, Opladen/Wiesbaden 1998.

**Bhagat, Sanjai; Brickley, James A.; Lease, Ronald C.:** Incentive Effects of Stock Purchase Plans, in: Journal of Financial Economics, 14. Jg. (1985), S. 195-215.

**Biergans, Enno:** Steuerarten, Betriebliche, in: Wittmann, Waldemar (Hrsg.): Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Band 1, Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band 3, Teilband 3. R-Z, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4004-4016.

**Bischoff, Jörg:** Das Shareholder Value-Konzept, Wiesbaden 1994.

**Böcker, Franz; Dichtl, Erwin:** Marketing, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 3 Leistungsprozess, 5. Aufl., Stuttgart 1991, S. 121-182.

**Boemle, Max:** Unternehmensfinanzierung, 11. Aufl., Zürich 1995.

**Bohnenblust, Peter:** Das Management und der unzufriedene Aktionär, in: IO Management Zeitschrift, 58. Jg. (1989), Nr. 2, S. 30-33.

**Bonningues, Baudouin:** Les stock-options, mode d'emploi, in: Enjeux, Nr. 104 (1995), Juni 1995, S. 96.

**Borde, Dominique; Dang-Tran, Marie-Christel:** Legal Aspects of the French Privatization Program: Review of the Pechiney Privatization as a practical case, in: Journal of International Affairs, 50. Jg. (1997), Nr. 2, S. 519-529.

**Born, Karl:** Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart 1995.

**Bortz, Jürgen; Döring, Nicola:** Forschungsmethoden und Evaluation, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York 1995.

**Boulmier, Daniel:** Intéressement des salariés, in: Semaine Sociale Lamy, Nr. 729 (1995), 30. Januar 1995, S. D 1 – D 26.

**Boyer, Robert:** Le capitalisme étatique à la française à la croisée des chemins, in: Crouch, Colin; Streeck, Wolfgang (Hrsg.): Les capitalisme en Europe, Paris 1996, S. 97-137.

**Bradley, Keith; Estrin, Saul; Taylor, Simon:** Employee Ownership and Company Performance, in: Industrial Relations, 29. Jg. (1990), Nr. 3, S. 385-402.

**Bradley, Keith; Gelb, Alan:** Motivation and Control in the Mondragon Experiment, in: British Journal of Industrial Relations, 14. Jg. (1981), Nr. 2, S. 211-231.

**Bradley, Keith; Gelb, Alan:** Worker Capitalism. The New Industrial Relations, Cambridge Mass. 1993.

**Brealy, Richard A.; Myers, Stewart C.:** Principles of Corporate Finance, 4. Aufl., New York 1991.

**Brillet, Franck:** Pratique de l'actionariat, in: *Personnel*, Nr. 397 (1999), Februar/März 1999, S. 61-70.

**Brown, Sarah; Fakhfakhi, Fathi; Sessions, John G.:** Absenteeism and Employee Sharing: An Empirical Analysis Baed on French Panel Data, 1981-1991, in: *Industrial and Labor Relations Review*, 52. Jg. (1999), Nr. 2, S. 234-248.

**Brummet, Lee R.:** Die Erfassung des Humankapitals im Unternehmen - Ziele, Aufgaben, Bedeutung, in: Schmidt, Herbert (Hrsg.): *Humenvermögensrechnung, Instrumentarium zur Ergänzung der unternehmerischen Rechnungslegung - Konzepte und Erfahrungen -*, Berlin/New York 1992, S. 61-72.

**Brune, Jens W.:** Der Shareholder Value Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, Diss. Köln 1995.

**Brunstein, Ingrid:** France, in: Dies. (Hrsg.): *Human Resource Management in Western Europe*, Berlin/New York 1995, S. 59-88.

**Buchko, Aaron A.:** The Effects of Employee Ownership on Employee Attitudes: An Integrated Causal Model and Path Analysis, in: *Journal of Management Studies*, 30. Jg. (1993), Nr. 4, S. 633-657.

**Buchner, Robert:** Zum Shareholder-Value-Ansatz, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 23. Jg. (1994), Nr. 10, S. 513-516.

**Buchner, Robert; Englert, Joachim:** Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleichs, in: *Der Betriebsberater*, 49. Jg. (1994), Nr. 23, S. 1573-1580.

**Bühner, Rolf:** Cash-Flow und Shareholder Value, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 43. Jg. (1991), Nr. 3, S. 187-208.

**Bühner, Rolf:** Shareholder Value, in: *Der Betriebswirt*, 53. Jg. (1993), Nr. 6, S. 749-769.

**Bühner, Rolf:** Unternehmerische Führung mit Shareholder Value, in: Bühner, Rolf (Hrsg.): *Der Shareholder-Value-Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen*, Landsberg/Lech 1994, S. 9-75.

**Bühner, Rolf:** Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 25. Jg. (1996), Nr. 7, S. 334-338.

**Bühner, Rolf:** Shareholder Value schuldlos am Pranger?, in: *Die Mitbestimmung*, 43. Jg. (1997), Nr. 11, S. 12-16.

**Bühner, Rolf; Tuschke, Anja:** Zur Kritik am Shareholder Value - eine ökonomische Analyse - , in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 49. Jg. (1997), Nr. 5, S. 499-516.

**Bühner, Rolf; Weinberger, Hans-Joachim:** Cash-Flow und Shareholder Value, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 43. Jg. (1991), Nr. 3, S. 187-208.

**Büschgen, Hans E.:** Das kleine Banklexikon, 2. Aufl., Düsseldorf 1997.

**Bundesrat:** Drucksache 645/91. Vorschlag für eine Empfehlung des Rates zur Förderung der Beteiligung der Arbeitnehmer an Gewinn- und Betriebsergebnissen (einschließlich Kapitalbeteiligung), Unterrichtung durch die Bundesregierung. Vorschlag für eine Empfehlung des Rates zur Förderung der Beteiligung der Arbeitnehmer an Gewinn- und Betriebsergebnissen (einschließlich Kapitalbeteiligung), Kom (91) 259 endg.; Ratsdok. 7623/91, Bonn, 29.10.1991.

**Cahuc, Pierre; Dormont, Brigitte:** Les effets d'incitation de l'intéressement: la productivité plutôt que l'emploi, in: Economie et Statistique, Nr. 257 (1992), September 1992, S. 45-56.

**Cappelli, Peter; Rogovsky, Nikolai:** Employee Involvement and Organizational Citizenship: Implications for Labor Law Reform and "Lean Production", in: Industrial and Labour Relations Review, 51. Jg. (1998), Nr. 4, S. 633-653.

**Celestine, Patrick; Felsner, Marcus:** Öffentliche Unternehmen, Privatisierung und service public in Frankreich, in: Recht der internationalen Wirtschaft, 43. Jg. (1997), Nr. 2, S. 105-111.

**Charreaux, Gérard; Pitol-Belin, Jean-Pierre:** Image et réalités du conseil d'administration, in: Revue Française de Gestion, 14. Jg. (1989), Nr. 74, Juni/Juli/August 1989, S. 51-61.

**Cleff, Thomas:** Industrielle Beziehungen aus Sicht deutscher und französischer Arbeitnehmer, in: Industrielle Beziehungen, 1. Jg. (1994), Nr. 4, S. 385-406.

**Commission des Opérations de Bourse (Hrsg.):** Bulletin Mensuel d'information, Nr. 315 (1997), Juli-August 1997.

**Commission des Opérations en Bourse:** Livret de l'épargnant salarié, Paris 1997,

**Commission of the European Union:** Report from the Commission. PEPPER II, promotion of participation by employed persons in profits and enterprise results (including equity participation) in Member States 1996, Brüssel, 8. Januar 1997.

**Confédération Française de l' Encadrement (Hrsg.):** L'économie et l'action syndicale dans l'entreprise, in: Les dossiers de l'avenir, Nr. 40 (1990), September 1990, S. 65ff.

**Confédération Françaises des Travailleurs Chrétiens (Hrsg.):** Intéressement, participation, une voie à suivre, 2ème partie: Participation, Actionnariat, Paris 1988.

**Constanty, Hélène:** Génération salarié-actionnaire, in: L'Express, Nr. 2494 (1999), 22. April 1999, S. 134-138.

**Conte, Michael A.:** Employee Stock Ownership Plans in Public Companies, in: Journal of Employee Ownership Law and Finance, 1. Jg. (1989), Nr. 1, S. 89-137.

**Conte, Michael A.; Svejnar, Jan:** The Performance Effects of Employee Ownership Plans, in: Blinder, Alan S. (Hrsg.): Paying for Productivity. A Look at the Evidence, Washington 1990.

**Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack:** Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt/New York 1993.

**Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack:** Valuation: Measuring and managing the value of companies, 2. Aufl., New York 1994.

**Cornell, Bradford; Shapiro, Alan C.:** Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: Financial Management, 16. Jg. (1987), Nr. 1, S. 5-14.

**Couret, Alain; Hirigoyen, Gérard:** L'Actionnariat des Salariés, Paris 1990.

**Cozian, Maurice; Vlandier, Alain:** Droit des Sociétés, 10. Aufl., Paris 1997.

**Cozian, Maurice; Viandier, Alain:** Droit des Sociétés, 11. Aufl., Paris 1998.

**Cyert, Richard M.; March, James G.:** A Behavioral Theory of the Firm, 2. Aufl., Cambridge (MA)/Oxford 1992.

**Daimler Benz Aktiengesellschaft:** Geschäftsjahr 1997, Stuttgart 1998.

**DaimlerChrysler AG:** Geschäftsbericht 1998, Stuttgart/Auburn Hills 1999.

**Dawson, Chris:** The moving frontiers of personnel management: Human resource management or Human resource accounting?, in: Personnel Review, 18. Jg. (1989), Nr. 3, S. 3-12.

**Dawson, Chris:** Human Resource Accounting: From prescription to description, in: Management Decision, 32. Jg. (1994), Nr. 6, S. 35-40.



- Dawson, Chris:** The use of simulation methodology to explore human resource accounting, in: *Management Decision*, 32. Jg. (1994), Nr. 7, S. 46-52.
- Desbrières, Philippe:** *Ingénierie Financière*, Paris 1995.
- Desbrières, Philippe:** *Participation Financière, Stock-Option et Rachats d'Entreprise par les salariés*, Paris 1991.
- Desvignes, Michel:** *Demain, la participation. Au-delà du capitalisme et du marxisme*, Condé-sur-L'Escaut 1977.
- Diederich, Helmut:** *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, 7. Aufl., Stuttgart/Berlin/Köln 1992.
- Dielmann, Klaus:** *Unternehmenskauf und Human Ressourcen: Due Diligence-Prüfung*, in: *Personal*, 49. Jg. (1997), Nr. 9, S. 470-473.
- Dondl, Jean:** *Contribution à la connaissance de l'actionnariat des salariés dans les entreprises françaises*, Diss. Bordeaux 1992.
- Donnadieu, Gérard:** *Du salaire à la retribution*, Paris 1991.
- Druzkarczyk, Jochen:** *Finanzierung. Eine Einführung*, 6. Aufl., Stuttgart/Jena 1993.
- Drukarczyk, Jochen:** *Finanzierung*, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, Band 3, Stuttgart 1994, S. 281-393.
- Drukarczyk, Jochen:** *Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., München 1998.
- Drumm, Hans Jürgen:** *Personalwirtschaftslehre*, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York/Tokio 1992.
- Ellenberger, Guido:** *Betriebliche Finanzwirtschaft*, 3. Aufl., München/Wien 1989.
- Eisele, Wolfgang:** *Bilanzen*, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, Band 2, 5. Aufl., Stuttgart 1991, S. 300-460.
- Eisele, Wolfgang:** *Das Rechnungswesen als Informationssystem*, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, Band 2, 5. Aufl., Stuttgart 1991, S. 290-300, Literaturhinweise S. 458 -460.
- Engelen-Kefer, Ursula:** *Beschäftigungspolitik*, Köln 1980.

**Engenhardt, Gerold F.:** Die Macht der Banken: politische Positionen zur Neuregelung der gesetzlichen Grundlagen, Wiesbaden 1995.

**Fagnot, Olivier:** Les primes de partage des bénéficiaires attribuées en 1997, in: *Premières Synthèse*, Nr. 38.2 (1998), September 1998, S. 1-8.

**Falnsilber, Denis:** Les pilotes d'Air France adhèrent en masse à l'échange "salaire contre actions", in: *Les Echos*, Nr. 17810 (1999), 7. Januar 1999, S. 13.

**Fakhfakh, Fathi; Mabilie, Sylvie:** France, in: *Ministère de l'emploi et de la solidarité (Hrsg.): Le partage du profit en Europe. Institutions et effets comparés*, Paris 1997, S. 183-231.

**Fankideiski, Elfi; Breisig, Thomas:** Mitbestimmung, Frankreich, in: *Breisig, Thomas; Harges, Heinz-Dieter; Metz, Thomas; Scherer, Dietmar; Stengelhofen, Theo (Hrsg.): Handwörterbuch Arbeitsbeziehungen in der EG*, Wiesbaden 1993, S. 381-384.

**Farnleitner, Hannes:** Amerikanische Shareholder Value-Strategie versus europäische Marktwirtschaftsphilosophie, in: *Reiter, Alfred: Wirtschaftsstandort Österreich*, Wien 1997, S. 260-263.

**Fehr, Benedikt:** Das Geheimnis Six Sigma, in: *Manager Magazin*, 29. Jg. (1999), Nr. 11, S. 276-285.

**Fischer, Thomas R.:** Kapitalverwässerung, in: *Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1193-1200.

**FitzRoy, Felix R.; Kraft, Kornelius:** Economic Effects of Codetermination, in: *Scandinavian Journal of Economics*, 95. Jg. (1993), Nr. 3, S. 365-375.

**FitzRoy, Felix R.; Kraft, Kornelius:** Formen der Arbeitnehmer-Arbeitgeberkooperation und ihre Auswirkungen auf die Unternehmensleistung und Entlohnung, in: *FitzRoy, Felix R.; Kraft, Kornelius (Hrsg.): Mitarbeiterbeteiligung und Mitbestimmung im Unternehmen*, Berlin/New York 1987, S. 173-196.

**Flamholtz, Eric G.:** *Human Resource Accounting*, Encino Belmont 1974.

**Flamholtz, Eric G.; Lacey, John M.:** *Personnel Management, Human Capital Theory and Human Resource Accounting*, Los Angeles 1981.

**Flassak, Hansjörg:** Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts. Bergisch Gladbach/Köln 1995.

**de Foucécour, Louis:** La loi de privatisation du 19 juillet 1993, in: La Banque, Nr. 543 (1993), Dezember 1993, S. 22.

**Franke, Günter:** Betriebswirtschaftliche Aspekte der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung, in: Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände (Hrsg.): Betriebliche Vermögensbeteiligung: Gestaltungsmöglichkeiten der Mitarbeiter-Kapitalbeteiligung - ihre Vorteile und Probleme, Bergisch Gladbach 1988, S. 27-59.

**Franke, Günter:** Agency-Theorie, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1.A-H, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 37-49.

**Freeman, Edward R.:** Strategic Management. A Stakeholder Approach, in: Lamb, Robert (Hrsg.): Advances in Strategic Management, 1. Jg. (1983), Nr. 1, S. 31-60.

**Freeman, Edward R.:** Strategic Management: A Stakeholder Approach, Marshfield 1984.

**Freeman, Edward R.; Gilbert, Daniel R.:** Corporate Strategy and the Search for Ethics, Englewood Cliffs 1988.

**Friedman, Milton:** The Social responsibility of Business is to Increase its Profits, in: New York Times Magazine, o. Jg., 13.9.1970, S. 119-124.

**Fritzsche, Klaus:** Sozialismus – Konzeption und Perpektiven gesellschaftlicher Egalität, in: Neumann, Franz (Hrsg.): Handbuch Politische Theorien und Ideologien, Band II, Opladen 1996, S. 1-74.

**Fruhan, W.E.:** Financial strategy: studies in the creation, transfer, and destruction of Shareholder Value, Homewood 1979.

**Ganzert, Siegfried; Kramer, Lutz:** Due Diligence Review: Eine Inhaltsbestimmung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg. (1995), Nr. 17. S. 576-581.

**Gaugler, Eduard:** Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Laßmann, Gert; Schwark, Eberhard (Hrsg.): Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen, Sonderheft der Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Düsseldorf 1985, S. 49-68.

**Gaugler, Eduard:** Shareholder Value und Personalmanagement, in: Personal, 49. Jg. (1997), Nr. 4, S. 168 -175.

**Geiger, Walter:** Qualitätslehre, Wiesbaden 1994.

**Gerlach, Knut; Lorenz, Wilhelm:** Arbeitsmarkttheorie/-ökonomie, in: Gaugler, Eduard; Weber, Wolfgang (Hrsg.): Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Band 5 Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 169-179.

**Gerum, Elmar:** Unternehmensordnung, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 1 Grundlagen, 7. Aufl., Stuttgart/New York 1997, S. 280-375.

**Gjacquin, Jean-Baptiste; de Tricornot, Adrien:** Salariés-actionnaires: l'argent sans le pouvoir, in: L'Expansion, Nr. 523 (1996), 18. April 1996, S. 64-70.

**Göbel, Elisabeth:** Der Stakeholderansatz im Dienste einer strategischen Früherkennung, in: Zeitschrift für Planung, Band 6 (1995), S. 55-67.

**Gomez, Peter:** Wertorientierte Strategieplanung, in: Der Schweizer Treuhänder, 64. Jg. (1990), Nr. 11, S. 557-562.

**Gomez, Peter:** Wertmanagement, Düsseldorf/Wien/New York/Moskau 1993.

**Gomez, Peter:** Wertmanagement. Vernetzte Strategien für Unternehmen im Wandel, Düsseldorf 1993.

**Gomez, Peter:** Shareholder Value, in: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1720-1728.

**Gomez, Peter:** Stakeholder Value schlägt Shareholder Value... nach Punkten!, in: Thexis, 15. Jg. (1998), Nr. 2, S. 62-63.

**Grauwin, Christophe:** Six solutions pour doper vos salaires, in: L'Entreprise, Nr. 107 (1994), September 1994, S. 44-48.

**Greenley, Gordon E.; Foxall, Gordon R.:** Multiple Stakeholder Orientation in UK Companies and the Implication for Company Performance, in: Journal of Management Studies, 43. Jg. (1997), Nr. 2, S. 259-284.

**Griffin Douglas:** Due-Diligence, in: Bank Management, 71. Jg. (1995), Nr. 3, S. 71-76.

**Großfeld, Bernhard:** Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., Münster 1994.

**Grout, Paul A.:** Employee Share Ownership and Privatisation: Some Theoretical Issues, in: The Economic Journal, 98. Jg. (1988), S. 97-104.

- Grupp, Alexander:** Börseneintritt und Börsenaustritt: Individuelle und institutionelle Interessen, Diss. Hohenheim 1995.
- Guatri, Luigi:** Theorie der Unternehmenswertsteigerung. Ein europäischer Ansatz, Wiesbaden 1994.
- Guélaud, Claire:** Dans les ex-nationalisées, les salariés s'imprègnent des lois du marché, in: Enjeux, Nr. 142 (1998), Dezember 1998, S. 68-72.
- Guillaume, Philippe:** Avec 5,2 millions de porteurs, la détention d'actions en direct marque le pas en France, in: Les Echos, Nr. 17653 (1998), 26. Mai 1998, S. 26.
- Guillaume, Philippe:** Le capitalisme français face à la vague des fonds de pensions, in: Les Echos, Nr. 17791 (1998), 9. Dezember 1998, Sonderbeilage Le Planisphère, S. II-III.
- Guillaume, Philippe; Lamm, Patrick:** L'arrivée an force des capitaux étrangers, in: Les Echos, Sonderbeilage Le Planisphère, Nr. 17791 (1998), 9. Dezember 1998, S. I.
- Günther, Thomas; Otterbein, Simone:** Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66. Jg. (1996), Nr. 4, S. 389-417.
- Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.:** Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Köln 1977.
- Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.:** Betriebliche Vermögensbeteiligung in der Bundesrepublik Deutschland. Teil II: Ergebnisse, Erfahrungen und Auswirkungen in der Praxis, Köln 1983.
- Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J. (Hrsg.):** Handwörterbuch Mitarbeiterbeteiligung MAB. Handbuch für die Praxis, Neuwied 1987.
- Gutenberg, Erich:** Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden 1958.
- Hamel, Winfried:** Entgeltformen bei veränderten Technologien und Arbeitsstrukturen, in: Schanz, Günther (Hrsg.): Handbuch Anreizsysteme in Wirtschaft und Verwaltung, Stuttgart 1991, S. 111-126.
- Hammer, Tove H.; Stern Robert N.:** Employee Ownership: Implications for the Organizational Distribution of Power, in: Academy of Management Journal, 23. Jg. (1980), Nr. 1, S. 78-100.
- Hansmann, Henry:** The Ownership of Enterprise, Cambridge M.A./London 1996.

- Happ, Wilhelm (Hrsg.):** Aktienrecht. Bearbeitet von Happ, Wilhelm; Brunkhorst, Heike; Zimmermann, Norbert, Köln/Berlin/Berlin/Bonn/München 1995.
- Haslinger, Stefan:** Gestaltung von investiven Mitarbeiterbeteiligungsmodellen, in: Journal für Betriebswirtschaft, 46. Jg. (1996), Nr. 4, S. 210-217.
- Heery, Edmund:** Risk, representation and the new pay, in: Personnel Review, 25. Jg. (1996), Nr. 6, S. 54-65.
- Heigl, Christian; Scholand, Markus:** Innovative Konzepte in deutschen Aktiengesellschaften, in: Personalwirtschaft, 26. Jg. (1999), Nr. 1, S. 28-33.
- Heinrich, Detlef:** Personalbilanzen. Verfahren zur Bewertung von Humanvermögen, in: Der Betriebswirt, 32. Jg. (1991), Nr. 4, S. 7-10.
- Helbing, Carl:** Unternehmensbewertung auf der Basis von Einnahmen, Ausschüttungen, Cash Flows oder Gewinn?, in: Der Schweizer Treuhänder, 64. Jg. (1990), Nr. 11, S. 533-538.
- Helbling, Carl:** Unternehmensbewertung und Steuern, 8. Aufl., Düsseldorf 1995.
- Helling, Nico U.:** Strategieorientierte Unternehmensbewertung. Instrumente und Techniken, Wiesbaden 1994.
- Henn, Günter:** Handbuch des Aktienrechts, 5. Aufl., Heidelberg 1994.
- Herder-Dorneich, Philipp:** Sozialpolitik, betriebliche, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3 R-Z, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 3917-3928.
- Herzberg, Frederick:** Work and Nature of Man, Cleveland 1966.
- Hill, Charles W.L.; Snell, Scott A.:** Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity, in: Academy of Management Journal, 32 Jg. (1989), Nr. 1, S. 25-46.
- Hill, Charles, W.L.; Jones, Thomas M.:** Stakeholder-Agency Theory, in: Journal of Management Studies, 29. Jg. (1992), Nr. 2, S. 131-154.
- Höfner, Klaus; Pohl, Andreas:** Wer sind die Werterzeuger, wer die Wertvernichter im Portfolio?, in: Harvard Business Manager, 15. Jg. (1993), Nr. 1, S. 51-58.
- Hofstede, Geert:** Culture's Consequences. International Differences in Work-Related Values, Beverly-Hills/London 1980.

**Holden, Len:** Employee Involvement, in: Beardwell, Ian; Holden, Len (Hrsg.): Human Resource Management. A Contemporary Perspective, 2. Aufl., London 1997, S. 611-653.

**Hopfenbeck, Waldemar:** Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre, Landsberg am Lech 1989.

**Hörschgen, Hans:** Grundbegriffe der Betriebswirtschaftslehre II, Stuttgart 1979.

**Hu, Henry T.C.:** Behind the Corporate Hedge: Information and the Limits of "Shareholder Wealth Maximization", in: Journal of Applied Corporate Finance, 9. Jg. (1996), Nr. 3, S. 39-51.

**Iber, Bernhard:** Entwicklung der Aktionärsstruktur börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften, Kiel 1987.

**d'Iribarne, Philippe:** Culture et «effet sociétal», in: Revue française de sociologie, 32. Jg. (1991), Nr. 4, S. 599-614.

**Jacquin, Jean-Baptiste; Nexon, Marc:** Les premières entreprises industrielles et de services françaises, in: Problèmes économiques, Nr. 2551 (1998), 14. Januar 1998, S. 1-7.

**Jacquin, Jean-Baptiste; de Tricornot, Adrien:** Salariés-actionnaires: l'argent sans le pouvoir, in: L'Expansion, Nr. 523 (1996), 18. April 1996, S. 64-70.

**Janisch, Monika:** Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, Diss. St. Gallen, 1992.

**Jansen, Peter; Kießler, Leo:** Rationalisierung betrieblicher Herrschaft durch Demokratisierung – Das Arbeitermitspracherecht auf dem Prüfstand der Praxis, in: WSI-Mitteilungen, 39. Jg. (1986), Nr. 1, S. 12-16.

**Jansen, Peter; Kießler, Leo; Kühne, Peter; Leggewie, Claus; Seul, Otmar:** Gewerkschaften in Frankreich. Geschichte, Organisation, Programmatik, Frankfurt/Main 1986.

**Jenner, Thomas; Ericchsson, Susann:** Messung und Management der Kundenzufriedenheit, in: io management, 68. Jg. (1999), Nr. 3, S. 76ff.

**Jensen, Michael C.; Meckling, William H.:** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, 3. Jg. (1976), o. Nr., S. 305-360.

- Jensen, Michael; Meckling, William:** Rights and Production Functions: An Application to Labour-Managed Firms and Codetermination, in: *Journal of Business*, 52 Jg. (1979), Nr. 4, S. 469-506.
- Jones, Derek C.; Kato, Takao:** The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data, in: *The American Economic Review*, 85 Jg. (1995), Nr. 3, S. 393-414.
- Jouffroy, Renaud; Lopatier, Claude:** Majoration d'impôt sur les sociétés: les conséquences pratiques, in: *Les Echos*, Nr. 17543 (1997), 15. Dezember 1997.
- Kählert, Jens-Peter:** Die Abbildung immaterieller Güter im handelsrechtlichen Abschluß, Diss. Passau 1994.
- Kaiser, Heinrich; Helther, Friedrich, Engels, Gerd (Bearbeiter):** Betriebsverfassungsgesetz, Handkommentar, 19. Aufl., München 1998.
- Kandler, Götz; Seseke, Christoph:** Die "Société par actions simplifiée" (SAS) – Schaffung einer "vereinfachten" Aktiengesellschaft französischen Rechts, in: *Die Aktiengesellschaft*, 38. Jg. (1994), Nr. 10, S. 447-456.
- Kemmerich, Eva:** Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Kapital des arbeitgebenden Unternehmens, Münster 1989.
- Killian, Horst:** Betriebliche Kapitalbeteiligungsmodelle, Wiesbaden 1978.
- Kittner, Michael:** "Human Resources" in der Unternehmensbewertung, in: *Der Betrieb*, 50. Jg. (1997), Nr. 46, S. 2285-2290.
- Klaukewitsch, Peter; Rouault, Dominique:** France-Allemagne: une analyse comparative des salaires, in: *Problèmes économiques*, Nr. 2602 (1999), 3. Februar 1999, S. 1-7.
- Klein, Katherine J.:** Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models, in: *Journal of Applied Psychology*, 72. Jg. (1987), Nr. 2, S. 319-332.
- Klein, Katherine J.; Hall, Rosalie J.:** Correlates of Employee Satisfaction with Stock Ownership: Who Likes an ESOP Most?, in: *Journal of Applied Psychology*, 73. Jg. (1988), Nr. 4, S. 630-638.
- Klötzi, Gustav:** Finanzwirtschaftliche Auswirkungen, in: Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J. (Hrsg.): *Mitarbeiter-Beteiligung MAB. Handbuch für die Praxis*, Neuwied 1987, Register 3430, S. 1-36.



**Koch, Thomas:** Employee Stock Ownership Plans in den Vereinigten Staaten von Amerika, München/Mering 1993.

**König, Rolf Jürgen:** Dividende und Jahresüberschuß, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 61. Jg. (1991), Nr. 10, S. 1149-1155.

**Kötter, Paul M.; Schleiter, André:** Andere Formen der Mittelaufbringung, in: Bertelsmann Stiftung; Prognos GmbH (Hrsg.): Mitarbeiter am Kapital beteiligen. Leitfaden für die Praxis, Gütersloh 1997, S. 49-63.

**Kotthoff, Hermann:** Betriebliche Mitbestimmung in der Langzeitperspektive, in: WSI-Mitteilungen, 48. Jg. (1995), Nr. 9, S. 549-557.

**Krell, Gertrude:** Arbeitsbedingungen, in: Gaugler, Eduard; Weber, Wolfgang (Hrsg.): Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl. (1992), Sp. 60-70.

**Krell, Gertrude:** Geschichte der Personallehren in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 27. Jg. (1998), Nr. 5, S. 226.

**Kruse, Douglas L.:** Why Do Firms Adopt Profit-Sharing and Employee Ownership Plans?, in: British Journal of Industrial Relations, 34. Jg. (1996), Nr. 4, S. 515-538.

**Kühner, Max:** Die Pflege der Beziehungen zu den Aktionären, in: Arbeitskreis Unternehmensfinanzierung (Hrsg.): Finanzstrategie der Unternehmung. Beziehungen zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer, Nürnberg 1971, S. 75-86.

**Küller, Hans-Detlev:** Das Shareholder Value-Konzept aus Gewerkschaftssicht, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 50. Jg. (1997), Nr. 5, S. 517-531.

**Kußmaul, Heinz:** Externes Rechnungswesen, in: Corsten, Hans; Reiß, Michael (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre, München/Wien 1994, S. 473-607.

**Graf von Lamsdorff, Otto:** Für eine lebendige Aktionärsdemokratie, in: Das Wertpapier, 34. Jg. (1986), Nr. 24, S. 1221-1229.

**Lammerskitten, Mark; Langenbach, Wilim; Wertz, Boris:** Operationalisierungsprobleme des Shareholder Value-Ansatzes, in: Zeitschrift für Planung, Band 8 (1997), Nr. 3, S. 221-242.

**Lang, Helmut:** Human Resource Accounting, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 6. Jg. (1977), Nr. 1, S. 33-35.

**Lasserre, René; Schild, Joachim; Uterwedde, Henrik:** Frankreich – Politik, Wirtschaft, Gesellschaft, Opladen 1997.

**Lecheler, Helmut:** Die rechtlichen Voraussetzungen für eine Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivkapital, in: Kirchenamt der Evangelischen Kirche in Deutschland; Sekretariat der Deutschen Bischofskonferenz (Hrsg.): Beteiligung am Produktivvermögen, Hannover/Bonn 1993, S. 259-274.

**Lécluse, Michèle:** Des syndicats à la recherche de leur image et de leur public, in: Les Echos, Nr. 16961 (1995), 16. August 1995, S. 2.

**Lecoeur, Xavier:** Les demandes de programmes de rachat d'actions se multiplient en France, in: Les Echos, Nr.17868 (1999), 30. März 1999, S. 33.

**Leopold, Günter:** Gewinnung von externem Eigenkapital für nicht börsenorientierte Unternehmen, in: Gebhardt, Günther; Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements. Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 345-364.

**Lewin, David; Mitchell, Daniel J.B.:** Human Resource Management. An Economic Approach, 2. Aufl., Cincinnati 1995.

**Lewis, Thomas G.:** Steigerung des Unternehmenswertes: Total-Value-Management, 2. Aufl., Landsberg/Lech 1995.

**Lezius, Michael:** Kapitalbeteiligung als Zukunftsmodell, in: Personalwirtschaft, 26. Jg. (1999), Nr. 1, S. 34-35.

**Likert, Rensis:** The Human Organization: Its Management and Value, New York 1967.

**Link, Rainer:** Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften, Wiesbaden 1991.

**Locke, E.A.:** Nature and Cause of Job Satisfaction, in: Dunnette, M.D. (Hrsg.): Handbook of Industrial and Organizational Psychology, Chicago 1976, S. 1297-1349.

**Lutz, Dieter:** Unternehmensformen und Unternehmensbesteuerung in Frankreich, in: Betriebs-Berater, 47. Jg. (1992), Nr. 4, S. 248-250.

**Mabille, Philippe:** Recapitalisation des entreprises publiques: 90 milliards de francs sur 1997 et 1998, in: Les Echos, Nr. 17535 (1997), 3. Dezember 1997, S. 3.

**Mabille, Philippe:** Stock-options: vers des prélèvements allégés et une transparence accrue, in: Les Echos, Nr. 17791 (1998), 9. Dezember 1998, S. 2.

**Mabille, Philippe:** Réforme des stock-options: la baisse d'impôt ne concernera pas les détenteurs actuels, in: Les Echos, Nr. 17810 (1999), 7. Januar 1999, S. 2.

**Mabille, Philippe:** Une entreprise cotée sur deux utilise les stock-options pour motiver ses cadres, in: Les Echos, Nr. 17861 (1999), 19./20. März 1999, S. 4.

**Mabille, Philippe:** Stock-options: 2 salariés sur 3 se disent intéressés, in: Les Echos, Nr. 17907 (1999), 27. Mai 1999, S. 4.

**MacMillan, Ian C.; Jones, Patricia E.:** Strategy Formulation: Power and Ethics, 2. Aufl., St. Paul, 1986.

**Maillard, Paul:** Intéressement, Participation, Actionariat, 2. Aufl., Paris 1998.

**Malik, Fredmund F.:** Strategie des Managements komplexer Systeme, 2. Aufl., Bern/Stuttgart 1986.

**Mandl, Gerwald; Rabel, Klaus:** Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997.

**Marr, Rainer:** Humanvermögensrechnung, Entwicklung von Konzepten für eine erweiterte Rechenschaftslegung der Unternehmen, in: Schmidt, Herbert (Hrsg.): Humanvermögensrechnung, Instrumentarium zur Ergänzung der unternehmerischen Rechnungslegung - Konzepte und Erfahrungen -, Berlin/New York 1992, S. 45-55.

**Marr, Rainer; Stitzel, Michael:** Personalwirtschaft. Ein konfliktorientierter Ansatz, München 1979.

**Martens, Wolfram:** Reformaspekte der Unternehmensverfassung: Erfolgs- und Kapitalbeteiligung als effektive Strategie in bezug auf die Regelung der Mitarbeiterpartizipation?, Diss. Wuppertal 1991.

**Matthlessen, Volker:** Stimmrecht und Interessenkollision im Aufsichtsrat, Köln/Berlin/Bonn/München 1989.

**Meffert, Heribert:** Marketing: Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung: Konzepte - Instrumente - Praxisbeispiele, Wiesbaden 1998.

**Meler, Andreas:** Personalbilanz als Gradient erfolgreicher Personalführung, in: Zeitschrift für Organisation, 61. Jg. (1992), Nr. 2, S. 154-158.

**Meier-Scherling, Philipp:** Shareholder Value Analyse vs. Stakeholder Management: Unternehmenspolitische Grundkonzeptionen als Ansätze zur Erweiterung der Theorie der Unternehmung, Diss. Freiburg 1996.

- Melicher, Ronald W.; Welshans, Merle T.; Norton, Edgar A.:** Finance. Introduction to Institutions, Investments, and Management. 9. Aufl., Cincinnati 1997.
- Menkhoff, Lukas; Röckemann, Christian:** Noise Trading auf Aktienmärkten, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 64. Jg. (1994), Nr. 3, S. 277-294.
- Mertens, Hans-Joachim (Bearb.):** Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 2, Köln/Berlin/Bonn/München 1996.
- Mertens, Kai:** Die Information des Erwerbers einer wesentlichen Unternehmensbeteiligung an einer Aktiengesellschaft durch deren Vorstand, in: Die Aktiengesellschaft, 42. Jg. (1997), Nr. 12, S. 541-547.
- Meyer, Anton; Dornach, Frank:** Das Deutsche Kundenbarometer - Qualität und Zufriedenheit, in: Simon, Hermann; Homburg, Christian (Hrsg.): Kundenzufriedenheit. Konzepte - Methoden - Erfahrungen, 3. Aufl., Wiesbaden 1998, S. 179-200.
- Michaells, Elke; Picot, Arnold:** Zur ökonomischen Analyse von Mitarbeiterbeteiligungsrechten, in: FitzRoy, Felix R.; Kraft, Kornelius (Hrsg.): Mitarbeiterbeteiligung und Mitbestimmung im Unternehmen, Berlin/New York 1987, S. 83-127.
- Michaells, Jochen:** Beteiligungssysteme und Arbeitsproduktivität, in: ifo Studien. Zeitschrift für empirische Wirtschaftspolitik, 43. Jg. (1997), Heft 4, S. 475-490.
- Milgrom, Paul; Roberts, John:** Economics, Organization and Management, Eanglewood Cliffs 1992.
- Millstein, Ira M.; Albert, Michael; Cadbury, Adrian; Denham, Robert E.; Feddersen, Dieter; Tateisi, Nobuo:** Corporate Governance. Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets. A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Paris 1998.
- Ministère du travail et des affaires sociales:** La participation financière, Paris 1996.
- Morin, François:** The Privatization Process and Corporate Governance: The French Case, in: Organisation for Economic Co-Operation and Development (Hrsg.): Corporate Governance, State-Owned Enterprises and Privatisation, Paris 1998, S. 63-85.
- Morrison, Elizabeth Wolfe:** Organizational Citizenship Behavior as a Critical Link between HRM Practices and Service Quality, in: Human Resource Management, 35. Jg. (1996), Nr. 4, S. 493-512.
- Mühlbradt, Frank W.; Dirmeler, Stefan:** Deutsche Aktien: Präferenzen der Fonds, in: Die Bank, o. Jg. (1997), Nr. 7, S. 400-403.

- Mülbert, Peter:** Shareholder Value aus rechtlicher Sicht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 26. Jg. (1997), Nr. 2, S. 129-172.
- Müller-Hagedorn, Lothar:** Das Konsumentenverhalten, Wiesbaden 1986.
- Neumann, Franz:** Anarchismus – Theorien und Utopien von Freiheit und Herrschaftslosigkeit, in: Neumann, Franz (Hrsg.): Handbuch Politische Theorien und Ideologien, Band II, Opladen 1996, S. 161-228.
- Nöltig, Andreas:** Unter Wert verkauft, in: Manager Magazin, 28. Jg. (1998), Nr. 4, S. 173-181.
- o.V.:** Berichte zur Fusion BNP-Société Générale in Les Echos, Nr. 19.973 (1999), 30. August 1999, S. 22-26.
- o.V.:** Loi de privatisation. Actionnariat et participation des salariés, in: Liaisons sociales documents, Supplément au numéro 11490 (1993), Nr. 72 vom 28. Juli 1993, S. 1.
- o.V.:** Employee share ownership at Renault and Air France, in: European Industrial Relations Review, Nr. 250 (1994), November 1994, S. 7.
- o.V.:** Law on participation and ‚time savings‘, in: European Industrial Relations Review, Nr. 250 (1994), November 1994, S. 25-26.
- o.V.:** Le déficit budgétaire s’élevait à 230 milliards de francs à fin juin, in: Les Echos, Nr. 16974 (1995), 4. September 1995, S. 4.
- o.V.:** Participation et Intéressement. Circulaire interministérielle du 9 mai 1995, in: Semaine Social Lamy, Nr. 746, 29. Mai 1995, S. 13.
- o.V.:** Cotisations sociales. Circulaire, in: Semaine Social Lamy, Nr. 762, 9. Oktober 1995, S. 15.
- o.V.:** Lower Saxony steps in at Preussag Stahl, in: Financial Times vom 10. Januar 1998, S. 22.
- o.V.:** participation et intéressement: 28,3 milliards distribué an 96 à 4,1 millions de salariés, in: Les Echos, Nr. 17584 (1998), 12. Februar 1998, S. 4.
- o.V.:** Les fonds d’investissement étrangers poussent les sociétés françaises à revoir leur stratégie, in: les Echos, Nr. 17602 (1998), 10. März 1998, S. 30.
- o.V.:** R&D spending declines for third year, in: Financial Times vom 21. März 1998, S. 5.

**o.V.:** Spécial rapports annuels 1998, Les Echos Suppléments, Juni 1998.

**o.V.:** Epargne salariale. D'un placement monétaire à une logique de risque, in: Les Echos, Nr. 17764 (1998), 30./31. Oktober 1998, S. 47-48.

**o.V.** Le plafond de la Sécurité Sociale porté à 14.090 francs au 1er janvier, in: Les Echos, Nr. 17542 (1998), 12./13. Dezember 1998, S. 4.

**o.V.:** Les paradoxes de l'actionnariat salariés, in: Les Echos, Nr. 17862 (1999), 23. März 1999, S. 57-58.

**o.V.:** De la participation au PEE: revue de détail, in: Les Echos, Nr. 17895 (1999), 7./8. Mai 1999, S. 57.

**o.V.:** Les groupes financiers français créent moins de valeur pour les actionnaires, in: Les Echos, Nr. 17917 (1999), 10. Juni 1999, S. 32.

**o.V.:** La Société Générale verse une prime de remerciement à ses salariés, in: Les Echos, Nr. 17994 (1999), 28. September 1999, S. 28.

**o.V.:** Belegschaftsaktien in ganz Europa, in: Süddeutsche Zeitung, 55. Jg. (1999), Nr. 277, 30. November 1999, S. 31.

**o.V.:** Münchener Rück weist nach IAS deutlich mehr Gewinn aus, in: Handelsblatt, o. Jg., Nr. 238, 8. Dezember 1999, S. 21.

**o.V.:** Gent will Mannesmann-Chef zum Rücktritt zwingen, in: Handelsblatt, o. Jg., Nr. 249, 23. Dezember 1999, S. 1.

**Oechsler, Walter A.:** Personal und Arbeit. Einführung in die Personalwirtschaft unter Einbeziehung des Arbeitsrechts, 5. Aufl., München/Wien 1994.

**Pape, Ulrich:** Kapitalmarktorientierte Ausschüttungspolitik am Beispiel der Daimler-Benz AG: Sonderausschüttung und Kapitalerhöhung, in: Betriebs-Berater, 53. Jg. (1998), Heft 35, S. 1783-1788.

**Pécresse, Jean-François:** Les pouvoirs des salariés actionnaires seront renforcés, in: Les Echos, Nr. 17994 (1999), 28. September 1999, S. 3.

**Peemöller, Volker; Kaendl, Günter; Keller, Bernd:** Das Fach Prüfungswesen an deutschsprachigen Hochschulen - unter besonderer Berücksichtigung der internen Revision -, in: Zeitschrift Interne Revision, 29. Jg. (1994), Nr. 1, S. 10-28.

**Peretti, Jean-Marie:** Ressources Humaines, 4. Aufl., Paris 1994.

- Pézar, Alice:** L'action spécifique des sociétés privatisées, in: in: Droit et pratique du commerce international, 19. Jg. (1993), Nr. 4, S. 523-534.
- Picot, Arnold; Neuburger, Rahlid:** Agency Theorie und Führung, in: Kieser, Alfred (Hrsg.): Handwörterbuch der Führung, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 14-21.
- Pierce, John L.; Furo, Candace A.:** Employee Ownership: Implications for Management, in: Organizational Dynamics, 18. Jg. (1990), Nr. 3, S. 32-42.
- Plitz, Detlev Jürgen:** Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., Düsseldorf 1994.
- Prels, Albert:** Unternehmenswert und Börsenkursentwicklung, in: Die Bank, o. Jg. (1996), Nr. 4, S. 240-243.
- Proudhon, Pierre-Joseph:** Le droit au travail et le droit de propriété, in: Bouglé, C.; Moysset, H. (Hrsg.): Pierre-Joseph Proudhon. Oeuvres complètes, Genf / Paris 1982.
- Raiser, Thomas:** Mitbestimmungsgesetz Kommentar, 3. Aufl., Berlin/New York 1998.
- Ramadier, Sylvie:** Création de valeur: le nouveau credo, in: Les Echos, Nr. 17618 (1998), 1. April 1998, S. 58-59.
- Rappaport, Alfred:** Selecting Strategies that create shareholder Value, in: Harvard Business Review, 59. Jg. (1981), Nr. 3, S. 139-149.
- Rappaport, Alfred:** Shareholder Value: Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Stuttgart 1995.
- Rappaport, Alfred:** Creating Shareholder Value: the new standard for business performance, New York 1986.
- Raster, Max:** Shareholder-Value-Management. Ermittlung und Steigerung des Unternehmenswertes, Wiesbaden 1995.
- Ravid, Abraham S.; Sarig, Oded H.:** Financial Signalling by Committing to Cash Outflows, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 26. Jg. (1991), Nr. 2, S. 165-180.
- Richter, Martin:** Steuern und Finanzierung, in: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Band 6 Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 1770-1784.

**Rosen, Corex: Beyond Taxes: Using ESOPs to Boost Your Company**, in: *Management Review*, 62. Jg. (1988), Nr. 3, S. 30-33.

**von Rosen, Rüdiger: Aktienoptionen für Führungskräfte**, in: **Clermont, Alois; Schmeisser, Wilhelm (Hrsg.): Betriebliche Personal- und Sozialpolitik**, München 1998, S. 341-351.

**Rosette, Christine, Schnelder, Hans J.: Mitarbeiter-Beteiligung. Eine Strategie zum Unternehmenserfolg**, Bamberg 1986.

**Rousseau, Denise M.; Greller, Martin M.: Guest Editors' Overview: Psychological Contracts and Human Resource Practices**, in: *Human Resource Management*, 33. Jg. (1994), Nr. 3, S. 383-384.

**Rückle, Dieter: Investition**, in: **Wittmann, Waldemar (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft**, Band 2, Teilband 2. I-Q, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 1924-1936.

**Russel, Raymond: Employee Shareholding**, in: **Széll, György (Hrsg.): Concise Encyclopaedia of Participation and Co-Management**, Berlin/New York 1992, S. 305-317.

**Schanz, Günther: Mitarbeiterbeteiligung. Grundlagen - Befunde - Modelle**, München 1985.

**Schanz, Günther: Wissenschaftsprogramme der Betriebswirtschaftslehre**, in: **Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre**, Band 1 Grundfragen, 4. Aufl., Stuttgart/New York 1988, S. 49-114.

**Schares, Christof: Gewinn- und Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern - Ein Überblick über neuer Forschungsergebnisse -**, in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 42. Jg. (1993), Nr. 2, S. 179-215.

**Schätzle, Rainer J.: Aktien für Arbeit! Neue Wege der Mitarbeiter-Beteiligung in Deutschland**, in: *Personalführung*, 29. Jg. (1996), Nr. 8, S. 680-683.

**Schelbe-Lange, Ingrid; Prangenberg, Arno: Mehr Mitbestimmung via US-Börsenaufsicht?**, in: *Die Mitbestimmung*, 43. Jg. (1997), Nr. 11, S. 45-49.

**Scherm, Ewald: Braucht die Personalwirtschaftslehre mehr Ökonomie?**, in: *Personal*, 50. Jg. (1998), Nr. 9, S. 450-454.

**Schierenbeck, Henner: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre**, 9. Aufl., München/Wien 1987.



**Schierenbeck, Henner:** Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 10. Aufl., München/Wien 1989.

**Schilling, Kurt:** Geschichte der sozialen Ideen, Stuttgart 1966.

**Schilling, Wolf Ulrich:** Shareholder und Aktiengesetz, in: Betriebs-Berater, 52. Jg. (1997), Nr. 8, S. 373-381.

**Schlecht, Otto:** Einführung, in: Bertelsmann Stiftung; Prognos GmbH (Hrsg.): Mitarbeiter am Kapital beteiligen. Leitfaden für die Praxis, Gütersloh 1997, S. 11-30.

**Schmid, Frank A.:** Banken, Aktionärsstruktur und Unternehmenssteuerung (Teil I), in: Kredit und Kapital, 29. Jg. (1996), Nr. 3, S. 402-427.

**Schmid, Frank A.; Seger, Frank:** Arbeitnehmersmitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 68. Jg. (1998), Nr. 5, S. 453-473.

**Schmid, Stefan:** Nicht Shareholder-Orientierung, sondern Stakeholder-Orientierung. Plädoyer für eine Relativierung der einseitigen Ausrichtung am Shareholder Value, in: Diskussionsbeiträge der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt, Nr. 76/ Oktober 1996.

**Schmid, Uwe:** Das Anspruchsgruppen-Konzept, in: Das Wirtschaftsstudium, 26. Jg. (1997), Nr. 7, S. 633-635.

**Schmidt, Géraldine:** Le modèle allemand face au modèle français. Comparaison des styles de management des entreprises en France et en Allemagne, in: Annales du Management, Tome II – Contributions, Nancy 1992, S. 465-486.

**Schmidt, Johannes G.:** Unternehmensbewertung mit Hilfe strategischer Erfolgsfaktoren, in: Ballwieser, Wolfgang; Ordelheide, Dieter (Hrsg.): Betriebswirtschaftliche Studien. Rechnungs- und Finanzwesen, Organisation und Institution, Band 34, Frankfurt 1997.

**Schmidt, Ralf-Bodo:** Zielsysteme der Unternehmung, in Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 3, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4794-4806

**Schmidt, Vivien A.:** From State to Market. The Transformation of French Business and Government, Cambridge/New York/Melbourne 1996.

**Schmidt-Sudhoff, Ulrich:** Unternehmensziele und unternehmerisches Zielsystem, Wiesbaden 1967.

Schneider, Hans J.: Einführung in die Mitarbeiter-Beteiligung, in: Guski, Hans-Günter; Schneider, Hans J.: Mitarbeiter-Beteiligung. Handbuch für die Praxis, Neuwied 1987, Register 3100, S. 1-22.

Schneider, Hans J.: Anreizwirkungen von Mitarbeiter-Kapitalbeteiligungen, in: Schanz, Günther (Hrsg.): Handbuch Anreizsysteme in Wirtschaft und Verwaltung, Stuttgart 1991, S. 881-902.

Schneider, Hans J.: Kapitalbeteiligung der Arbeitnehmer, in: Gaugier, Eduard; Weber, Wolfgang (Hrsg.): Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 1103-1113.

Schneider, Hans J.: Neue Chancen für die Mitarbeiterbeteiligung, in: Personal, 50. Jg. (1998), Nr. 9, S. 460-463.

Schneider, Hans J.: Neuer Schwung für die Mitarbeiterbeteiligung?, in: Personal, 51. Jg. (1999), Heft 5, S. 211.

Schneider, Jörg M.: Unternehmensbewertung nach dem EFQM-Modell – eine neue Form des Controlling!, in: Controller Magazin, 23. Jg. (1998), Nr. 5, S. 370-375.

Scholes, Myron S.; Wolfson, Mark A.: Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities, in: Financial Management, 19. Jg. (1990), Nr. 1, S. 12-28.

Schorr, Gerhard: Gewinn- und Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern, in: Aus Politik und Zeitgeschichte, Band 24 (1983), S. 24-33.

Schutz, Pia: Die Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivkapital und deren staatliche Förderung in der Bundesrepublik Deutschland, Frankreich und Großbritannien, Diss. Bonn 1993.

Schwarz, Christian: Aktienoptionspläne: Reformvorhaben in Deutschland – Erfahrungsvorsprung in Frankreich, in: Betriebs-Berater, 53. Jg. (1998), Nr. 10, S. 489-494.

Schwetzler, Bernhard: Mitarbeiterbeteiligung und Unternehmensfinanzierung, Wiesbaden 1989.

Schwinn, Rolf: Betriebswirtschaftslehre, München/Wien 1993.

Scott, Cornelia: Von der Gewinnmaximierung zur Marktwertmaximierung, in: Bilanz & Buchhaltung, o. Jg. (1998), Nr. 2, S. 63-67.

**Seiwert, Lothar:** Mitbestimmung und Zielsystem der Unternehmung, Göttingen 1979, S. 262.

**Servier, Jean:** Der Traum von der großen Harmonie. Eine Geschichte der Utopie, München 1971.

**Seux, Dominique:** Entreprises: la participation des salariés dopée par les bons résultats de 1998, in: Les Echos, Nr. 17856 (1999), 12./13. März 1999, S. 3.

**Siddiqui, Sikandar:** Aktienoptionsmodelle als Instrument der unternehmenswertorientierten Vergütungsgestaltung. Aktuelle Durchführungsformen und neuere Entwicklungen, in: Zeitschrift für Personalforschung, 13. Jg. (1999), Nr. 2, S. 162-167.

**Simon, Walter:** Das EFQM-Modell: die bessere Alternative zur DIN ISO 9000ff, in: Personal. Zeitschrift für Human Resource Management, 51. Jg. (1999), Nr. 3, S. 130-133.

**Société Générale:** Intéressement, Participation, Plan d'Epargne, Paris 1996.

**Société Générale:** Rapport Annuel 1996, Paris 1997.

**Société Générale:** Rapport Annuel 1997, Paris 1998.

**Société Générale:** Rapport Annuel 1998, Paris 1999.

**Speckbacher, Gerhard:** Das Shareholder Value-Konzept im Lichte der Corporate Governance-Debatte, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 27. Jg. (1998), Nr. 2, S. 95-97.

**Speckbacher, Gerhard:** Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, in: Der Betriebswirt, 57. Jg. (1997), Nr. 5, S. 630-639.

**Speckbacher, Gerhard:** Standpunkt: Ist der Stakeholder Ansatz ein Konzept für Moralisten? Zur Interdependenz von Wertschaffung und Wertverteilung, in: Finanzmarkt und Portfolio Management, 11. Jg. (1997), Nr. 3, S. 347-352.

**Spremann, Klaus:** Investition und Finanzierung, 4. Aufl., München/Wien 1991.

**Spremann, Klaus:** Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5. Aufl., München/Wien 1996.

**Stahle, Wolfgang H.:** Management. Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 4. Aufl., München 1989.

**Staehe, Wolfgang H.:** Krisenmanagement, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 2 I-Q, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 2452-2466.

**Statistisches Bundesamt (Hrsg.):** Datenreport 1992. Zahlen und Fakten über die Bundesrepublik Deutschland, Schriftenreihe der Bundeszentrale für politische Bildung, Band 309, Bonn 1992.

**Steinmann, Horst; Gerum, Elmar:** Unternehmensordnung, in: Bea, Franz Xaver; Dichtl, Erwin; Schweitzer, Marcell (Hrsg.): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 1 Grundfragen, 5. Aufl., Stuttgart/New York 1990, S. 207-300.

**Stepan, Adolf:** Produktion und Technologie, in: Wittmann, Waldemar et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 2, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 3347-3358.

**Stern, Joel; Benett, Stewart III:** Deutsche Aktiengesellschaften im Shareholder-Value-Test, in: Capital, 36. Jg. (1997), Nr. 11, S. 50.

**Stiglitz, Joseph E.:** Volkswirtschaftslehre, 2. Aufl., München/Wien 1999.

**Striebitz, Kerstin:** Effizienzsteigerung durch Mitarbeiterbeteiligung, Diss. Lüneburg 1992.

**Süchting, Joachim:** Bankmanagement, 3. Aufl., Stuttgart 1992.

**Süchting, Joachim:** Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, 6. Aufl., Wiesbaden 1995.

**Süchting, Joachim; Paul, Stephan:** Bankmanagement, 4. Aufl., Stuttgart 1998.

**Svejnar, Jan:** On the Theory of a Participatory Firm, in: Journal of Economic Theory, 27. Jg. (1982), Nr. 1, S. 313-330.

**Swoboda, Peter:** Betriebliche Finanzierung, 2. Aufl., Heidelberg 1991.

**Tannenbaum, Arnold S.:** Employee owned companies, in: Cummings, Larry L.; Staw, Barry M. (Hrsg.): Research in Organizational Behavior, 5. Jg. (1983), S. 235-265.

**Tézenas du Montcel, Anne:** Paix sociale, cohésion interne arme anti-OPA: l'entreprise a tout y gagner... et les salariés?, in: Enjeux Les Echos, Nr. 142 (1998), Dezember 1998, S. 59-62.

**The American Accounting Association Committee on the Future Structure, Content, and Scope of Accounting Education: Future Accounting Education: Preparing for the Expanding Profession**, in: *Issues in Accounting Education*, 1. Jg. (1986), Nr. 1, S. 169-195.

**Thelsen, Manuel R.**: *Überwachung und Unternehmensführung*, Stuttgart 1987.

**Thyssen Aktiengesellschaft**: *Geschäftsbericht 1996/97*, Duisburg 1998.

**Tichy, Geiserich E.**: *Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis*, Wien 1994.

**Tricaud, Christophe**: *Conseils d'administration: les grands patrons continuent de cumuler les sièges*, in: *Les Echos*, Nr. 17790 (1998), 8. Dezember 1998, Sonderbeilage *Le Planisphère*, S. VII.

**Tricaud, Christophe**: *Les analystes préfèrent SPB mais s'inquiètent de l'hostilité persistante des offres de la BNP*, in: *Les Echos*, Nr. 17933 (1999), 2./3. Juli 1999.

**Tümmers, Hans J.**: *Das französische Wirtschaftssystem*, in: Haensch, Günther; Tümmers, Hans J. (Hrsg.): *Frankreich: Politik, Gesellschaft, Wirtschaft*. München 1991, 323-331.

**Ulrich, Hans**: *Management*, Bern 1984.

**Ulrich, Peter**: *Transformation der ökonomischen Vernunft, Fortschrittsperspektiven der modernen Industriegesellschaft*, Bern/Stuttgart 1986.

**Ulrich, Peter; Fluri, Edgar**: *Management - Eine konzentrierte Einführung*, 3. Aufl., Bern/Stuttgart 1984.

**Unzeitig, Eduard; Köthner, Dietmar**: *Shareholder Value Analyse*, Stuttgart 1995.

**Uvalic, Milica**: *Der "Pepper-Bericht". Die Förderung der Gewinn- und Ergebnisbeteiligung der Arbeitnehmer in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Gemeinschaft*, in: *Soziales Europa*, Beiheft 3/1991.

**Vaughan-Whitehead, Daniel**: *Intéressement, participation, actionnariat – impacts économiques dans l'entreprise*, Paris 1992.

**Vaughan-Whitehead, Daniel**: *France: The driving force of comprehensive legislation*, in: Ders. et al. (Hrsg.): *Worker's financial participation: East-West experiences*, Genf 1995, S. 55-84.

**VIAG Aktiengesellschaft**: *Das Geschäftsjahr 1997*, München 1998.

- Virard, Marie-Paule:** Salarié et actionnaire, in: Enjeux Les Echos, Nr. 142 (1998), Dezember 1998, S. 56-58.
- Wächter, Hartmut:** Forschungsaufgaben der Personalwirtschaftslehre, in: Zeitschrift für Personalforschung, 4. Jg. (1990), Nr. 1, S. 55-60.
- Wächter, Hartmut:** Das Personalwesen in der Bundesrepublik Deutschland unter dem Einfluß von Betriebsverfassung und Mitbestimmung, in: Bisani, Fritz; Friedrich, Hans: Das Personalwesen in Europa, Königstein 1997, S. 75-123.
- Wächter, Hartmut; Koch, Thomas:** Erfolgsbedingungen für die Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern am Beispiel der "Employee Stock Ownership Plans (ESOPs)", in: Weber, Wolfgang (Hrsg.): Entgeltsysteme, Stuttgart 1993, S. 285-311.
- Wagner, Klaus-R.:** Renaissance der Mitarbeiter-Beteiligung, in: Personalwirtschaft, 22. Jg. (1995), Nr. 9, S. 23-28.
- Walker, Wolf-Dietrich:** Möglichkeiten und Grenzen einer flexibleren Gestaltung von Arbeitsbedingungen, in: Zeitschrift für Arbeitsrecht, 27. Jg. (1996), Nr. 2, S. 353-381.
- Weibler, Jürgen:** Ökonomische vs. verhaltenswissenschaftliche Ausrichtung der Personalwirtschaftslehre - Eine notwendige Kontroverse?, in: Die Betriebswirtschaft, 56. Jg. (1996), Nr. 5, S. 649-665.
- Weinert, Ansfried B.:** Lehrbuch der Organisationspsychologie: Menschliches Verhalten in Organisationen, 2. Aufl., München/Weinheim 1987.
- Weis, Erich:** Pons-Kompaktwörterbuch, 1. Aufl., Stuttgart 1979.
- Weiss, Dimitri:** La Fonction Ressources Humaines, Paris 1992/1993,
- Wells, William D.; Prensky, David:** Consumer Behavior, New York/Chichester/Brisbane/Toronto/Singapore 1996.
- Wheeler, David; Sillanpää, Maria:** The Stakeholder Corporation, London 1997.
- Wilson, Nick; Peel, Mike:** The impact of profit-sharing, worker participation, and share ownership on absenteeism and quits: some UK evidence, in: Jenkins, Glenville; Poole, Michael (Hrsg.): New Forms of Ownership. Management and Employment, London/New York 1990, S. 205-232.
- Windolf, Paul:** Die neuen Eigentümer, in: Zeitschrift für Soziologie, 23. Jg. (1994), Nr. 2, S. 79-92.

**Windolf, Paul; Beyer, Jürgen:** Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, 47. Jg. (1995), Nr. 1, S. 1-36.

**Winter, Stefan:** Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung zfbf, 50. Jg. (1998), Nr. 12, S. 1120-1142.

**Witt, Frank-Jürgen:** Personalbilanzen als Führungsinstrument, in: Personal. Mensch und Arbeit, 38. Jg. (1986), Nr. 5, S. 184-187.

**Wöhe, Günter:** Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 14. Aufl., München 1981.

**Wunderer, Rolf:** Qualitätsförderung und Personal-Management am Beispiel des Europäischen Modells, in: Personalwirtschaft, 22. Jg. (1995), Nr. 6, S. 15-18.

**Wymeersch, Eddy:** Unternehmensführung in Westeuropa. Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion, in: Die Aktiengesellschaft, 40. Jg. (1995), Nr. 7, S. 299-316.

#### Informationen aus dem Internet:

**Ministère du travail et de solidarité:** Etudes et statistique, in: <http://www.travail.gouv.fr/etudes/popact.htm>

**Ministère du travail et de solidarité:** Etudes et statistique, in: <http://www.travail.gouv.fr/etudes/smic.htm>

<http://www.associes-finances.com/lAS.htm>, aufgerufen am 25. Oktober 1999.

<http://www.darty.fr/institutionnel/histoire.htm>

<http://profiles.wisi.com>, aufgerufen am 27. Oktober 1999.

[http://www.daimlerchrysler.de/index\\_g.htm](http://www.daimlerchrysler.de/index_g.htm) (aufgerufen am 13. 04. 1999).

**Materiellen des zu anonymisierenden Unternehmens B:**

Anlage zum Geschäftsbericht 1997 des Unternehmen B.

Interne Mitteilung an Personalverantwortliche des Unternehmens: Métier: RH, Numéro Spécial, 8. November 1998.

Internes Magazin des Unternehmen B, Nr. 56, Sommer 1998.



**Sabine Jentjens: Führungskräfteentwicklung in Großbanken - ein deutsch-französischer Vergleich**

ISBN 3-87988-210-X, Rainer Hampp Verlag, München und Mering 1997, 296 + XIV S., DM 56.80

Das Interesse an internationalen Vergleichen ist mit der wachsenden Internationalisierung der Wirtschaft gestiegen. Zunehmend sind auch Unternehmen selbst an Konzepten und Ergebnissen der Vergleichsforschung interessiert, da sie im Zuge ihrer transnationalen Strategien mit immer komplexeren Problemen konfrontiert sind. Dies gilt insbesondere für den Personalbereich.

Der Fokus der Arbeit liegt auf dem europäischen Bankensektor, der sich im Zuge der europäischen Integration wesentlich verändert hat. Gerade die großen europäischen Universalbanken haben vor diesem Hintergrund ihre Präsenz in Europa - und hier besonders auch in Deutschland und in Frankreich - ausgeweitet. Diese transnationalen Präsenzstrategien der Banken führen zu neuen personalpolitischen Problemstellungen. Denn es treffen Organisationseinheiten mit Menschen aufeinander, die von verschiedenen Unternehmenskulturen und nationalen Kulturen geprägt sind.

Schlagworte wie Mentalitätsunterschiede oder Kulturschock begleiten häufig die Entsendung von Führungskräften in ausländische Unternehmenseinheiten - auch innerhalb Europas! Was unterscheidet die Behandlung von deutschen und französischen Führungskräften - und warum?

Dieser Frage stellt sich diese Arbeit, indem sie vor dem Hintergrund der nationalspezifischen Bildungssysteme die Maßnahmen der Aus- und Weiterbildung sowie der Karriereplanung von Führungskräften in deutschen und französischen Banken detailliert beschreibt. Dabei wird gezeigt, daß die Führungskräfteentwicklungssysteme in beiden Ländern ihrer jeweils eigenen Logik folgen.

**Sven Schneider-Winden: Die betriebliche Informationspolitik im Bankenbereich – ein deutsch-französischer Vergleich: Theoretische Grundlagen und empirische Untersuchungen in einer deutschen und einer französischen Großbank**

ISBN 3-87988-181-2, Rainer Hampp Verlag, München, Mering 1996, 206 + XVI S., DM 46.80

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung betrieblicher Informationspolitik erfolgt in der Arbeit ein deutsch-französischer Vergleich, um Konvergenzen und Divergenzen hinsichtlich der Konzepte und praktischen Umsetzung der betrieblichen Informationspolitik im Großbankenbereich in beiden Ländern zu ermitteln. Besonders interessant ist dabei, zu erkennen, daß sich in zwei benachbarten Industrienationen trotz europäischen Harmonisierungsbestrebungen und immer ähnlicheren Finanzprodukten teilweise erheblich voneinander abweichende „Systeme der Informationspolitik“ entwickelt haben.



**Silke Aschmann: Mehrdimensionale Beteiligung der Mitarbeiter am Gesamtunternehmenserfolg. Modell einer anspruchsgroupenorientierten Mitarbeitererfolgsbeteiligung**

ISBN 3-87988-333-5, Rainer Hampp Verlag, München und Mering 1998, 368 S., DM 63.90

Um ein langfristiges Überleben der Unternehmen zu sichern, sind die Unternehmen gezwungen, sowohl den internen als auch den externen Anforderungen zu genügen. Dies zu erreichen setzt Mitarbeiter voraus, die nicht nur 'Dienst nach Vorschrift' leisten, sondern ein mitunternehmerisches Verhalten zeigen.

Die Autorin legt in dem vorliegenden Buch dar, dass die Beteiligung der Mitarbeiter am Erfolg des arbeitgebenden Unternehmens dazu geeignet ist, das Mitunternehmertum zu fördern. Dies setzt allerdings voraus, dass

- der Erfolg nicht eindimensional, sondern mehrdimensional in Abhängigkeit von den strategischen Zielen des Unternehmens definiert wird,
- die Mitarbeiter Einfluss auf das Erreichen der Ziele und damit auf die Höhe der Erfolgsbeteiligung haben und
- die Beteiligung an sich sowie die angebotenen Zuteilungsformen den Bedürfnissen der Mitarbeiter entsprechen.

Basierend auf umfassenden theoretischen Ausführungen wird ein Beteiligungskonzept vorgestellt, welches diesen Anforderungen entspricht.

Daneben enthält die Arbeit zwei empirische Untersuchungen. Diese beschreiben zum einen den aktuellen Stand der Beteiligungspraxis, zum anderen wird die Umsetzbarkeit des entwickelten Beteiligungskonzepts anhand einer Fallstudie aufgezeigt: Erfolgsbeteiligung als zeitgemäßer und notwendiger Honorierungsbestandteil.

**André Jaritz: TQM und Mitunternehmertum im Humanressourcenmanagement**

ISBN 3-87988-401-3, Rainer Hampp Verlag, München und Mering 1999, 364 S., DM 64.15, EURO 32.80

Total Quality Management (TQM) und Mitunternehmertum sind zwei aktuelle Managementkonzepte, die beide – trotz ihrer unterschiedlichen Ansätze – eine hohe Bedeutung für das Management der Humanressourcen haben. Daher stellt sich sowohl für den Theoretiker als auch den Praktiker die Frage, inwieweit die beiden Konzepte für das Humanressourcenmanagement geeignet sind.

Neben einem konzeptionellen Vergleich der beiden Konzepte auf den drei Betrachtungsebenen allgemeines Management, Humanressourcenmanagement und Instrumente des Humanressourcenmanagements erfolgt dazu auch ein empirischer Vergleich auf Basis von über 100 befragten Großunternehmen, dessen Ergebnisse miteinbezogen werden. Auf dem Ergebnis dieser Untersuchung aufbauend, folgt schließlich die Entwicklung eines integrierten Konzeptes, dessen Facetten als Gestaltungsempfehlungen für die Praxis vorgestellt und diskutiert werden.



# Arbeitnehmer-Aktienbeteiligung und Unternehmenswert

Belegschaftsaktien gewinnen sowohl in der Wissenschaft als auch in der betrieblichen Praxis zunehmende Popularität. Die einschlägige Literatur zeichnet sich jedoch bislang dadurch aus, daß kein grundlegendes Kriterium für den ökonomischen Erfolg dieses Beteiligungsmodells herangezogen wird. In der vorliegenden Arbeit wird indessen ein solches Bewertungskriterium gewählt: Welchen Beitrag vermag die Beteiligung von Arbeitnehmern am Kapital der arbeitgebenden Unternehmen zur Steigerung des Wertes dieser Unternehmen zu leisten?

Der Autor wählt für seine Analyse zwei Erfolgsgrößen: Den shareholder value und den stakeholder value, wobei beide Größen als sich einander ergänzende Komponenten des Unternehmenswertes verstanden werden. Zunächst werden anhand theoretischer Überlegungen und der Auswertung vorhandener empirischer Studien Querbezüge zwischen diesem Beteiligungsmodell und dem Unternehmenswert dargestellt. Im Anschluß daran wird der Zusammenhang am Beispiel Frankreichs – dem Land mit der längsten Tradition dieses Beteiligungsmodells in Europa – praxisnah dargestellt: Nach einer aktuellen Darlegung der Rechtsgrundlagen und einer Auswertung vorhandener Untersuchungen werden Fallbeispiele von zwei französischen Großunternehmen vorgestellt und analysiert. Ergebnis der Untersuchungen ist, daß bei einer entsprechend kongruenten Gestaltung Belegschaftsaktien durchaus ein Instrument zur Steigerung des Unternehmenswertes darstellen können.

Die Arbeit liefert somit nicht nur einen fundierten Einblick in die Praxis von Belegschaftsaktien in Frankreich, sondern gleichzeitig auch universelle Hinweise für die praktische Gestaltung dieses Beteiligungsmodells.

*Dr. Carsten Hebestreit* studierte nach einer Ausbildung zum Bankkaufmann an den Universitäten in Trier, Nancy (Frankreich) und Louvain-La-Neuve (Belgien) Wirtschafts- und Sozialwissenschaften. Als wissenschaftlicher Mitarbeiter im Fach Betriebswirtschaftslehre der Universität Trier beschäftigte er sich insbesondere mit den Themen Entgeltpolitik und Internationales Personalmanagement.

Rainer Hampp Verlag  
München und Mering 2000  
ISBN 3-87988-492-7  
EURO 29.65



206\$0037394X