

Sondhof, Harald W.; Stahl, Markus

Working Paper

Management buy-out zur Privatisierung in Osteuropa

Tübinger Diskussionsbeiträge, No. 21

Provided in Cooperation with:

University of Tuebingen, Faculty of Economics and Social Sciences, School of Business and Economics

Suggested Citation: Sondhof, Harald W.; Stahl, Markus (1992) : Management buy-out zur Privatisierung in Osteuropa, Tübinger Diskussionsbeiträge, No. 21, Eberhard Karls Universität Tübingen, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Tübingen

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/104842>

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.

**Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen**

**Management Buy-Out
zur Privatisierung in Osteuropa**

Harald Sondhof
Markus Stahl



Tübinger Diskussionsbeiträge

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen

**Management Buy-Out
zur Privatisierung in Osteuropa**

Harald Sondhof
Markus Stahl

Tübinger Diskussionsbeitrag
Nr. 21
April 1992

Wirtschaftswissenschaftliches Seminar
Mohlstraße 36, D-7400 Tübingen

Management Buy-Out zur Privatisierung in Osteuropa*

Die Privatisierung der staatlichen Unternehmen ist eine zentrale, wenn nicht die zentrale Aufgabe in der Transformationspraxis der ehemals sozialistischen Volkswirtschaften. Die Übernahme von Betrieben durch das Management (Management Buy-Out) kann bei der Bewältigung dieser Aufgabe einen wichtigen Beitrag leisten. Besonders für kleine und mittlere Unternehmen, für die die Privatisierungsalternativen Börseneinführung oder direkter Verkauf an (ausländische) Investoren nicht in Frage kommen, bietet sich diese Art der Privatisierung an. In Ostdeutschland werden schätzungsweise 5% der früheren 8,5 Mio. Arbeitsplätze über Management Buy-Outs (MBOs) privatisiert. In den übrigen osteuropäischen Ländern einschließlich der GUS dürften MBOs und MBO-ähnliche Transaktionen ein relativ höheres Gewicht haben. Wegen der noch fehlenden rechtlichen Rahmenbedingungen nehmen sie dort jedoch nicht selten die Form von "spontanen Privatisierungen" an, denen der Charakter eines Diebstahls von Staatseigentum anhaftet. Die durch MBOs entstehenden Anreiz- und Kontrollstrukturen erhöhen die Unternehmenseffizienz, die in Osteuropa besonders niedrig ist. Eine Politik, die MBOs als Instrumente der Privatisierung fördert, trägt darüber hinaus zur Schaffung dezentraler Branchenstrukturen bei, die das wettbewerbliche Leitbild der Marktwirtschaft sind. Die ungerechtfertigte Bereicherung eines unter Umständen inkompetenten Managements und die tendenziell schwache finanzielle Ausstattung von MBO-Unternehmen sind die Probleme, die mit dem MBO-Instrumentarium verbunden sind.

1. Privatisierung und Management Buy-Out

Alle Staaten Osteuropas und der GUS wollen die Planwirtschaft durch marktwirtschaftliche Ordnungen zu ersetzen. Dies bedeutet einen zügigen Rückzug des Staates aus planerischer Verantwortung und den weitgehenden Verzicht auf staatliche Eigentumsrechte an

* Gedankt wird Dipl.Vw. Bettina Nürk für die kritische Durchsicht des Manuskripts.

Produktionsmitteln. Vordringlich gehört dazu die Schaffung einer Privatrechtsordnung und die Privatisierung der Staatsbetriebe. Während eine Privatrechtsordnung zumindest formal sehr schnell eingeführt werden kann, ist die eigentliche Überführung der Produktionsmittel in Privateigentum zeitraubender und schwieriger.

Die Schwierigkeit ergibt sich schon aus dem Umfang der Privatisierungsaufgabe. In den ehemaligen sozialistischen Volkswirtschaften liegt der Anteil des Staates an den Produktionsmitteln bei nahezu 100%, wenn man einmal von Ungarn absieht, wo es eine gewisse Tradition mit privatwirtschaftlichen Experimenten gibt (vgl. Tabelle 1). In Westeuropa und den USA beträgt der Staatsanteil dagegen im Durchschnitt nur etwa 10% und auch in den skandinavischen Ländern, die manchmal als sozialistisch bezeichnet werden, spielt Staatseigentum kaum eine Rolle. Die osteuropäischen Staaten müssen also vier Fünftel der Volkswirtschaft in privates Eigentum überführen, um westliche Verhältnisse Eigentumsverhältnisse zu schaffen.

Land	Produktion	Beschäftigung
Frankreich (1982)	16,5	14,6
Schweden (1990)	.	10,6
Großbritannien (1978)	11,1	8,2
Westdeutschland (1982)	10,7	7,8
USA (1983)	1,3	1,8
Tschechoslowakei (1986)	97,0	.
DDR (1982)	96,5	94,2
UdSSR (1985)	96,0	.
Polen (1985)	81,7	71,5
Ungarn (1984)	65,2	69,9

Tabelle 1: Größe des Staatssektors, gemessen in Produktion und Beschäftigung, ausgewählte Länder (in %) ¹

Der Umfang der Privatisierungsaufgabe spiegelt sich auch in der hohen Anzahl der einzeln zu privatisierenden Unternehmen wider. Ungefähr 100.000 Industriebetriebe stehen in Osteuropa zur Pri-

1 Vgl. David Lipton und Jeffrey Sachs: Privatization in Eastern Europe: The Case of Poland, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, 1990, S. 300.

vatisierung an. Die relativ niedrige Zahl der in den früheren Staatswirtschaften selbständig bilanzierenden Einheiten täuscht dabei, weil es sich bei ihnen meist um künstlich geschaffene Verwaltungseinheiten handelt. In der DDR waren 1987 im produzierenden Gewerbe nur ca. 3.400 Unternehmen registriert, die wiederum zu 256 Kombinatzen zusammengefaßt waren. Die - etwa viermal größere - alte Bundesrepublik weist dagegen in demselben Sektor über 44.000 Industriebetriebe aus, darunter etwa 11.000 mit 100 bis 1.000 Beschäftigten.²

Um rasch signifikante Privatisierungserfolge zu erzielen, ist eine umfassende Strategie notwendig, innerhalb derer alle denkbaren Privatisierungsformen entsprechend ihrer jeweiligen Eignung zum Einsatz kommen. Als Privatisierungsalternativen stehen grundsätzlich der Börsengang, der Verkauf von Unternehmen an Investoren und die verschiedenen Formen des Management Buy-Out zur Verfügung.

- Die Börseneinführung staatlicher Unternehmen bietet, ebenso wie die verschiedentlich diskutierten Coupon-Modelle, den Vorteil einer breiten Streuung der Anteile in der Bevölkerung. Darüber hinaus wird das Unternehmen den bekannten Allokations- und Kontrollmechanismen des Kapitalmarktes unterworfen. Aber anders als in Westeuropa, wo insbesondere in Italien, Frankreich und Großbritannien die Börseneinführung von Staatsunternehmen häufig mit Erfolg durchgeführt worden ist, stößt dieses Verfahren in Osteuropa an Grenzen. Einmal kommt es wegen seiner hohen Kosten nur für die Privatisierung sehr großer Unternehmen in Betracht, und zum anderen sind die Kapitalmarktfähigkeit der Unternehmen und die Kapitalmärkte noch nicht ausreichend entwickelt.

- Bei der unmittelbaren Veräußerung von Staatsbetrieben an private Unternehmen spielen diese Probleme keine Rolle. Zudem ist mit der Übernahme durch westliche Investoren meist ein schneller Transfer von Management, Technologie und Kapital verbunden, den viele osteuropäische Unternehmen dringend benötigen. Es ist je-

² Vgl. Statistisches Jahrbuch 1989 für die Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1989, S. 164 und 613.

doch kaum davon auszugehen, daß für den Kauf eines großen Teils der osteuropäischen Unternehmen eine ausreichende Käufer-Nachfrage vorhanden ist, weder im jeweiligen Inland, weil es an Kapital mangelt, noch im westlichen Ausland, weil die politische Situation noch nicht als hinreichend stabil gilt.

- Das gemeinsame Element aller Buy-Outs ist die Übertragung von Eigentumsrechten an Betrieben auf die in diesem Betrieb Beschäftigten: bei einem Management Buy-Out i.e.S. auf die alten Führungskräfte, bei einem Buy-In auf neu hinzugeholte externe Manager und bei einem Belegschafts-Buy-Out auf die Arbeiter und Angestellten des Unternehmens. Die Privatisierung staatlicher Unternehmen über MBO besitzt gegenüber der Börseneinführung und dem direkten Verkauf an Investoren zwei Vorzüge. Zum einen eignet sie sich gerade für kleine und mittlere Unternehmen und damit für solche, die im Gefolge der Zerschlagung der alten Kombinate oder Großkonzerne entstehen, zum anderen erschließen MBOs ein umfangreiches Potential an "Privatisierungsnachfrage", nämlich das der im Unternehmen Beschäftigten. Für die Privatisierung von Einzelhandelsgeschäften, Kinos, Taxiunternehmen, Gaststätten u.ä., die sogenannte "kleine" Privatisierung, kommt schon wegen der Akzeptanzprobleme, die mit einem Fremdverkauf verbunden wären, fast ausschließlich eine MBO-Konstruktion in Frage.

2. Praxis des Management Buy-Out in Osteuropa

a. Erfolgreiche MBO-Politik in Ostdeutschland

Bei der nahezu abgeschlossenen "kleinen" Privatisierung im ostdeutschen Handel- und Dienstleistungssektor wurde bereits der ganz überwiegende Teil der rund 30.000 Betriebe an die dortigen Geschäftsführer oder Belegschaften veräußert. Im produzierenden Gewerbe, das nach der ersten Entflechtungsphase rund 10.000 Betriebe umfaßte, wurden bis März 1992 ca. 5.000 Privatisierungen durchgeführt, davon ca. 20% über MBOs. Etwa die Hälfte aller ostdeutschen MBO-Unternehmen beschäftigt weniger als 50 Mitarbeiter; die Unternehmen des produzierenden Gewerbes haben aber

durchschnittlich immerhin etwa 180 Beschäftigte. Die MBO-Privatisierung hat vornehmlich in den Branchen stattgefunden, in denen ein schneller return-on-investment zu erwarten ist, also im Dienstleistungssektor und im Handel. Die nicht unerhebliche Zahl der MBO-Privatisierungen in den industriellen Kernbereichen wie Apparate-, Maschinen- und Fahrzeugbau sowie Stahl, Optik und Feinmechanik zeigt jedoch, daß auch investitionsträchtiger Bereiche durch dieses Verfahren privatisiert werden. Manager kaufen vor allem dort Unternehmen, wo die lokale Konkurrenz gering entwickelt ist.³

Insgesamt können im produzierenden Gewerbe Ostdeutschlands bis zum Abschluß der Privatisierung ca. 3.000 bis 4.000 MBO-Transaktionen erwartet werden. Bei einer durchschnittlichen Beschäftigtenzahl je Buy-Out-Unternehmen von 100 bis 150 Beschäftigten ergibt sich daraus ein Beschäftigungsvolumen von gut einer viertel Million Arbeitsplätze, das durch MBOs gesichert werden kann. Hinzu kommen weitere ca. 150.000 Arbeitsplätze, die im Rahmen der "kleinen" Privatisierung im Dienstleistungsbereich entstanden sind bzw. noch entstehen. Von den etwa 8,5 Mio. Arbeitsplätzen in der ehemaligen DDR dürften also insgesamt wenigstens 5% über MBOs privatisiert werden.

Für die derzeit (März 1992) noch verbleibenden etwa 3.500 kleinen und mittleren Unternehmen, die zum Teil noch weiter entflochten werden müssen, will die Treuhandanstalt bevorzugt die Management Buy-In-Variante einsetzen. Sie hat eine eigene Konzeption zur Förderung entsprechender Initiativen entworfen, die u.a. die Zusage der vorrangigen Berücksichtigung gegenüber finanziell gleichwertigen Angeboten enthält. Außerdem hilft die Treuhandanstalt bei der Vermittlung geeigneter Buy-In-Manager und unterstützt die Ausgliederung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, um den Kaufpreis für die zu übernehmenden Unternehmen niedrig zu halten. Weitere Maßnahmen sind die Stundung des Kaufpreises und die Gewährung von Bürgschaften zur Finanzierung der Transaktion.⁴

3 Vgl. iwd-Dokumentation, Nr. 7, 13.2.1992.

4 Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft: Management Buy-Out in

b. Management Buy-Outs in Osteuropa

Geht man von rund 100.000 Industriebetrieben in Osteuropa und der GUS aus⁵, die in mindestens 200.000 bis 300.000 Betriebe entflochten werden müssen, dann errechnet sich ein MBO-Potential von 70.000 bis 100.000 Transaktionen, sofern nur ein Drittel der Privatisierungen über dieses Verfahren erfolgt. Eine Abschätzung des gesamten osteuropäischen MBO-Potentials für die "kleine" Privatisierung ergibt auf der Basis der ostdeutschen Zahlen etwa eine Million Betriebseinheiten, die für einen MBO in Frage kommen. Der gegenwärtige Stand der Privatisierung über MBOs ist in diesen Ländern allerdings nur schwer abzuschätzen:

- In Polen wurden seit der Verabschiedung des Privatisierungsgesetzes vom Juli 1990 rund 100.000 Einzelhandelsgeschäfte, die meisten über MBOs, privatisiert. Im industriellen Bereich wurden etwa 1.000 Staatsunternehmen "liquidiert", was in den meisten Fällen die Übernahme durch das Management bedeutete.⁶
- Bei der "kleinen" Privatisierung in CSFR konnten seit Januar 1991 etwa 16.500 kleine Firmen in private Hände überführt werden, weitere 30.000 kleine und mittlere Unternehmen stehen zur MBO-Privatisierung an.⁷
- In Ungarn ist die Anzahl der MBOs im Handels- und Dienstleistungsbereich deutlich geringer, weil sich ein Großteil des Einzelhandels und viele Kleingewerbebetriebe schon in der Vergangenheit in Privatbesitz befand. Im produzierenden Gewerbe haben seit 1989 einige, auch größere MBOs stattgefunden.⁸
- In Rußland werden seit etwa drei Jahren ebenfalls zahlreiche de facto Privatisierungen über MBOs vorgenommen, zum Teil von

den neuen Bundesländern als Weg der Privatisierung, Bonn 1991.

5 Schätzung des Kieler Instituts für Weltwirtschaft.

6 Vgl. Andreas Polkowski: Polen, in: Ordnungspolitische Standortbedingungen für Direktinvestitionen in Mittel- und Osteuropa, hrsg. von K. Bolz, Hamburg 1992.

7 Vgl. World Bank News, Vol. XI, No. 2, Jan. 16, 1992, S. 3.

8 Vgl. Keith Crane: Property Rights Reform: Hungarian Country Study, in: Transformation of Planned Economies. Property Rights Reform and Macroeconomic Stability, OECD Paris 1991, S. 82.

größeren Unternehmen (vgl. Tabelle 2).

Region	Branche	Anzahl Beschäftigte
Kaliningrad	?	1.736
Tver	Handel	929
Moskau	Chemie	555
Ulianovsk	?	548
Rybinsk	Bekleidung	538
Moskau	Chemie	521

Tabelle 2: Die größten MBOs in Rußland bis Mitte 1991 ⁹

Weil sich die Grenzen zwischen den verschiedenen Eigentumsformen durch viele Gesetzesänderungen immer mehr verwischt haben, ist der Status der privaten Unternehmen in diesem Land allerdings besonders undurchsichtig.¹⁰ Rechtlich abgesichert scheint bisher nur die spezielle Buy-Out-Variante der Übernahme eines Betriebes durch die gesamte Belegschaft zu sein (als "kooperativa"). Der erste derartige Belegschafts-Buy-Out 1989 war die Privatisierung der Khljupin Building Materials Plant, eines kleinen Betriebes aus dem Bausektor. Für ein Jahr war der Betrieb zunächst von der Belegschaft gepachtet, bis er dann in Privateigentum übergehen konnte.¹¹ Diese Form der Privatisierung weist wegen der Verankerung von Belegschaftsdemokratie Ähnlichkeiten mit dem jugoslawischen Modell der Arbeiterselbstverwaltung auf.

Für den Privatisierungsprozeß der osteuropäischen Volkswirtschaften dürften MBOs eine relativ bedeutendere Rolle einnehmen als in Ostdeutschland. Da die Belebung des Wirtschaftslebens durch private Neugründungen mit besonderen Schwierigkeiten verbunden ist und ausländische Investoren nur sehr zögernd den Zugang in diese Länder suchen, ist die Übernahme von Unternehmen durch das Management praktisch die einzige mögliche Form der

9 Quelle: Igor Filatotchev, Centre for Management Buy-Out Research, University of Nottingham.

10 Vgl. Simon Johnson und Heidi Kroll: Managerial Strategies for Spontaneous Privatization, in: Soviet Economy, Vol. 7, Oct.-Dec. 1991, S. 281-316.

11 Vgl. David Ellermann: Perestroika with Worker Ownership, in: Annals of Public and Cooperative Economics, Vol. 61, No. 4, Oct.-Dec. 1990, S. 519-535.

Privatisierung. In der GUS kommt hinzu, daß in der gegenwärtigen Übergangsphase ohne den Rückgriff auf die Infrastruktur bestehender Unternehmen offenbar kaum Erfolgsaussichten für private Unternehmen bestehen.¹²

3. Merkmale der Privatisierung über Management Buy-Out

a. Typischer Ablauf eines Management Buy-Out¹³

Die Initiative zu einem MBO geht meist vom Management eines zu privatisierenden Betriebes aus. Nicht selten geschieht dies in Zusammenarbeit mit Managern aus dem westlichen Ausland, die über ein besonderes Know-how, etwa im Marketingbereich verfügen. Unmittelbarer Anlaß ist oft die bevorstehende oder drohende Schließung des Unternehmens. Die potentiellen Unternehmenskäufer führen in einem ersten Schritt eine umfassende Analyse des Unternehmens und seiner Sanierungsfähigkeit durch und formulieren ein Unternehmenskonzept, das als Richtlinie für die zukünftige Strategie dienen soll.

Besteht über die Erfolgsträchtigkeit der zukünftigen Unternehmensstrategie Einigkeit, wird zusammen mit den externen Kapitalgebern über die finanzielle Struktur der Transaktionen entschieden. Die Buy-Out-Finanzierung weist typischerweise drei Besonderheiten auf: Erstens sind die Führungskräfte - gegebenenfalls auch die Belegschaft - am Eigenkapital der Unternehmung beteiligt. Zweitens wird der mit dem Unternehmenskauf verbundene Finanzmittelbedarf wegen beschränkter Eigenmittel der Manager über einen vergleichsweise hohen Anteil Fremdkapital finanziert. Der daraus resultierende hohe Verschuldungsgrad führt drittens dazu, daß sich die Führungskräfte unmittelbaren Einwirkungsrechten der externen Kapitalgeber gegenübersehen.

Wenn die Finanzierung steht, leitet das Management auf der Basis

¹² Vgl. Johnson/Kroll, a.a.O., S. 303.

¹³ Vgl. Peter Hoffmann und Ralf Ramke: Management Buy-Out in der Bundesrepublik Deutschland - Anspruch, Realität und Perspektiven, Berlin 1990.

des verabschiedeten Unternehmenskonzeptes tiefgreifende strukturverändernde Maßnahmen ein, um das Unternehmen zu stabilisieren und seinen Wert zu steigern. Dazu zählt u.a. die Zuführung von Vermögenspositionen zu höherwertigen Verwendungen (z.B. von Grundstücken), die Straffung und Qualitätsverbesserung der Produktpalette und die Verringerung der in den früheren Planwirtschaften gewöhnlich sehr hohen Fertigungstiefe und Lagerhaltung. Alle diese Maßnahmen haben die rasche Verbesserung des Cash Flow zum Ziel.

Nach mehreren Jahren besteht für die außenstehenden Investoren die Möglichkeit, ihre Geschäftsanteile wieder zu verkaufen, um eventuell aufgelaufene Kapitalgewinne zu realisieren. Als Austrittsmöglichkeiten kommen u.a. die Plazierung der Anteile an den dann entwickelten Börsen Osteuropas, der Unternehmensverkauf an industrielle Interessenten des In- und Auslands oder die Privatplazierung der externen Geschäftsanteile an die geschäftsführenden Gesellschafter in Betracht. Der dynamische Charakter von MBOs kommt gerade durch diese abermalige Änderung der Eigentumsstrukturen zum Ausdruck.

b. Effiziente Anreiz- und Kontrollstrukturen

Auf der Unternehmensebene ist die Verankerung effizienzsteigernder Anreiz- und Kontrollstrukturen das wichtigste Ergebnis der MBO-Transaktion. Ein trivialer, aber wirksamer Anreiz zu durchgreifenden Verbesserungen in MBO-Unternehmen ergibt sich schon durch die Beteiligung des Managements am Unternehmenskapital. Weil dadurch Aneignungsrecht am Gewinn und Unternehmensgewinn miteinander verknüpft werden, ist mit verstärkten Bemühungen um den Unternehmenserfolg zu rechnen. Gleiches gilt für eine eventuelle Beteiligung der Führungskräfte auf der zweiten und dritten Ebene oder der Belegschaft. Mit zunehmender Anteilstreuung wird der erhöhte Arbeitseinsatz des Einzelnen allerdings wieder zum öffentlichen Gut, so daß der ursprünglich mit einer Beteiligung verbundene Anreiz zu Mehrleistung abgeschwächt wird. Die Kooperativen, die seit 1989 auf dem Gebiet der ehemaligen UdSSR erlaubt sind, leiden an diesem Konstruktionsfehler.

Die MBO-typische Vereinigung von Management- und Eigentümerfunktion entschärft darüber hinaus das klassische Kontrollproblem im Verhältnis zwischen Auftraggeber und Stellvertreter (Principal-Agent).¹⁴ Bei börsennotierten Unternehmen kann dieses Problem in der möglichen Abkehr des Managements vom Ziel der Gewinnmaximierung zugunsten eigener Erfolgsziele zum Ausdruck kommen, weil mit wachsender Streuung des Anteilsbesitzes die Kosten der Management-Kontrolle den damit erzielbaren Ertrag übersteigen. Ein in treuhänderischer oder staatlicher Verwaltung befindliches Unternehmen läßt dem Management ebenfalls einen diskretionären Spielraum, da die staatlichen Kapitaleigner weder über das notwendige Know-how noch über ausreichende Ressourcen verfügen, um eine wirksame Kontrolle über ihre Unternehmen auszuüben. Dies gilt in Osteuropa umso mehr, weil sich dort die alten bürokratischen Strukturen in Auflösung befinden. Der Übergang zur Selbstkontrolle durch Eigentümer-Manager verspricht im osteuropäischen Reformprozeß das adäquateste Verhalten bei der Anpassung an marktwirtschaftliche Verhältnisse.

Die Kontrollstrukturen verschärfen sich zusätzlich durch den hohen Verschuldungsgrad von MBO-Unternehmen. Die Zinskosten und Tilgungslasten stellen eine "hard budget constraint" dar, der sich das Management nicht entziehen kann. Es ist gezwungen, zur Bedienung der Zahlungsverpflichtungen den erwirtschafteten Cash-Flow vollständig auszuschütten anstatt ihn zu thesaurieren. Betrieblich notwendige Investitionen können daher nur in Abstimmung mit den externen Kapitalgebern getätigt werden, die naturgemäß jede einzelne ausgabenwirksame Entscheidung kritisch beurteilen.

Das Insolvenzrisiko kann in der Konsequenz - was auf den ersten Blick paradox erscheint - trotz höherer Fremdkapitalanteils sinken, weil die Erhöhung des finanziellen Risikos durch eine Ver-

14 Vgl. Michael Jensen und William Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, Oct. 1976, S. 305-360.

ringerung des leistungswirtschaftlichen Risikos, bedingt durch effiziente Anreiz- und Kontrollmechanismen, kompensiert werden kann. Entscheidend für den positiven Gesamteffekt ist, daß durch einen MBO die Wahrscheinlichkeit werterhaltender Reorganisations deutlich steigt. Kommt es durch die erhöhten Zahlungsverpflichtungen schließlich doch zu einer "vorzeitigen" Insolvenz, dann wird wenigstens verhindert, daß der auflaufende Unternehmensverlust weiterhin sozialisiert wird.

c. Gesamtwirtschaftliche Vorteile von Buy-Out-Transaktionen

Gesamtwirtschaftlich sind MBOs sehr positiv zu bewerten, denn sie fördern die Schaffung dezentraler Branchenstrukturen, die dem wirtschaftspolitischen Leitbild der Marktwirtschaft entsprechen. Die Privatisierung staatlicher Unternehmen an sich ist keine Maßnahme, die zu einer Verbesserung der wirtschaftlichen Verhältnisse führt, erst wettbewerbliche Strukturen lassen befriedigende Ergebnisse erwarten. Management Buy-Outs können mit ihrer Ausrichtung auf kleine und mittlere Unternehmen die erwünschte Bildung eines unternehmerischen Mittelstandes unterstützen.

Für osteuropäische Verhältnisse besonders vorteilhaft ist die Flexibilität der MBOs bei der Privatisierung abgetrennter Unternehmensteile. Weil die ursprünglich aus Gründen besserer Steuerbarkeit durch die Planungsbehörden gebildeten Kombinate selten eine optimale Betriebsgröße aufweisen und ihr Produktmix von Autarkiebestrebungen statt von wirtschaftlichen Überlegungen geprägt war, ist mit der Privatisierung ein erhebliches Entflechtungsproblem verbunden. Die Aufspaltung der Kombinate und Konglomerate und das "Contracting Out" von betrieblichen Hilfsfunktionen ist eine notwendige Voraussetzung bei der Straffung der Wertschöpfungsketten in den ehemaligen Planwirtschaften. MBOs, die auf das betriebliche Know-how der früheren Unternehmensleitungen zurückgreifen, sind am besten geeignet, lebensfähige Einheiten zu identifizieren.

Eine ebenfalls im osteuropäischen Kontext wichtige Eigenschaft

von MBOs ist ihre prinzipielle Eignung bei der Sanierung von Unternehmen. In den ehemaligen Planwirtschaften hat sich kaum ein Unternehmen die Überlebensfähigkeit in einem wettbewerblichen Umfeld bewahren können. Wie die Erfahrungen in westlichen Ländern zeigen, hat sich der durch einen MBO gegebene Anstoß zu verstärkten Bemühungen um die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit oft als wirksam erwiesen¹⁵, wenn man einmal von den spektakulären MBO-Fällen absieht, in denen vollständig gesunde Unternehmen durch junk-bond-finanzierte Übernahmen in Schwierigkeiten gebracht wurden. Auch die beschränkte bundesdeutsche Buy-Out-Praxis kennt die erfolgreiche Übernahme von sanierungsbedürftigen Familiengesellschaften oder Konzerntöchtern durch deren Führungskräfte und Belegschaften.¹⁶

4. Probleme des Management Buy-Out in Osteuropa

Da die rechtlichen Rahmenbedingungen für einen regulären Verkauf von Staatseigentum an interessierte Manager in Osteuropa meist noch fehlen, handelt es sich bei nicht wenigen der MBO-Transaktionen in der noch andauernden ersten Phase der Privatisierung um sogenannte "spontane Privatisierungen". Spontane Privatisierungen werden durch die frühere Nomenklatura vorgenommen, die sich ohne angemessene Gegenleistung den Besitz von Teilen der von ihnen geleiteten Unternehmen verschafft. Sie macht sich den Zusammenbruch der alten bürokratischen Strukturen zunutze, der ihr in der gegenwärtigen Übergangsphase fast unbeschränkte Freiheiten gewährt. Eine Möglichkeit sich den Zugriff auf ein Unternehmen zu verschaffen besteht etwa darin, aus dem Gesamtunternehmen einige Produktionsstätten auszugliedern, um sie dann zu günstigen Bedingungen aufzukaufen. Derartige Selbstverträge führen zu demselben Ergebnis wie legale MBOs, sind aber im Grunde Diebstahl von Staatseigentum.

15 Vgl. Frank Lichtenberg und Donald Siegel: The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior, in: National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 3022, June 1989, S. 1-53.

16 Vgl. Florestan von Boxberg: Das Management Buyout-Konzept: Eine Möglichkeit zur Herauslösung krisenhafter GmbH-Tochterunternehmen, Hamburg 1989.

Eine spontane Privatisierung war die (versuchte) Übernahme des ungarischen Monopolanbieters für Büroausstattung APISZ im Jahre 1989. Durch einen von der Budapester Niederlassung der Citibank finanzierten Leveraged Buy-Out wollte das frühere Management in den Besitz des Unternehmens gelangen. Die kriminellen Umstände der Transaktion kamen allerdings an die Öffentlichkeit und der Plan scheiterte am Protest der Bevölkerung. Seitdem ist in Ungarn das Verhalten von Unternehmensleitungen, die ihre Firmen übernehmen wollen, wesentlich zurückhaltender geworden.¹⁷

Die Beteiligung der früheren Führungseliten an Buy-Out-Vorhaben ist ein grundsätzliches moralisches Problem, für das kaum eine allgemeingültige Lösung gefunden werden kann. Es ließe sich pragmatisch anführen, daß es weniger um die Frage gehen kann, ob die alten Führungseliten am Privatisierungsprozeß beteiligt werden sollten oder nicht, sondern nur darum, wie ihre ohnehin unvermeidbare Beteiligung in möglichst konstruktive Bahnen gelenkt werden kann. Eine Beschäftigung der früheren Kader nach den Gesetzen des Marktes kann dazu beitragen.

Unter zwei Gesichtspunkten läßt sich auch das Problem der Überverteilung des Staates diskutieren, das bei dem Verkauf eines Unternehmens an das Management, aber auch bei jeder anderen Form der Privatisierung auftreten kann. Die ungerechtfertigte Bereicherung der Erwerber wird in der Bevölkerung der Reformstaaten zu Recht kritisiert; wie sich in Ungarn gezeigt hat, können spektakuläre Betrügereien sogar den gesamten Privatisierungsprozeß negativ beeinflussen. Aber auf der anderen Seite ist zu fragen, ob die Erzielung eines "fairen", möglichst hohen Verkaufspreises wirklich die allererste Priorität der Privatisierungspolitik sein kann. Gegenüber dem übergeordneten Ziel der Schaffung einer mittelständisch geprägten Eigentümerstruktur sollte das Ertragsziel nämlich unter Umständen zurücktreten können. Die rasche Aufspaltung und Privatisierung von Unternehmen bringt volkswirtschaftliche Vorteile, die anfängliche Ertragsverluste

17 Vgl. Keith Crane, a.a.O., S. 76.

ausgleichen. Beispiele für eine wettbewerbsfördernde Privatisierungspolitik hat es auch schon in westlichen Ländern gegeben. Der britische Staat verzichtete etwa bei der Privatisierung der National Bus Company auf einen höheren Verkaufserlös zugunsten der Entflechtung des Unternehmens. Der Privatisierung im Buyout-Verfahren wurde in diesem Fall durch einen Verkaufspreisdiskont in Höhe von 5 % des Kaufpreises für die übernehmenden Manager Vorrang gegeben.¹⁸

Entsprechend kann sogar den hohen Gewinnen der ersten Buy-Out-Akteure eine positive Seite abgewonnen werden, weil die von ihnen ausgehende Signalwirkung für Nachahmer - unabhängig von den kritischen Verteilungsaspekten - den gesamten Prozeß der Herausbildung von Wettbewerb beschleunigt. Der Verkauf von unterbewerteten Grundstücken, den oft einzigen wertvollen Aktiva osteuropäischer Industrieunternehmen, kann sicherlich in dem einen oder anderen Fall zu plötzlichem Reichtum führen, aber zumindest werden diese Grundstücke nach kurzer Zeit sinnvoll genutzt - von dem neuen Erwerber.

Das Problem der mangelnden Kompetenz der osteuropäischen Buy-Out-Manager sollte nicht überbewertet werden. Obwohl das turbulente Umfeld, innerhalb dessen die MBOs durchgeführt werden, erhebliche unternehmerische Anforderungen an das übernehmende Management-Team stellt, darf die Lernfähigkeit der Akteure nicht unterschätzt werden, deren durchschnittliches Alter, zumindest nach den Erfahrungen in Ostdeutschland, zwischen 35 und 40 Jahren liegt, und deren Improvisationstalent schon in der früheren Planwirtschaft zum Überleben wichtig war. Zudem besteht die Möglichkeit der Unterstützung durch westliche Manager, denen über ein Buy-In-Angebot ein besonderer Anreiz geboten werden kann.

Kritischer ist dagegen die allgemeine finanzielle Stabilität der MBO-Unternehmen zu beurteilen. Im Einzelfall kann die knappe Kapitalausstattung der Betriebe zwar zur Mobilisierung der letzten

¹⁸ Vgl. Corinne Mulley und Mike Wright: Buy-Outs and the Privatisation of National Bus, in: Fiscal Studies, Vol. 7, No. 3, S. 1-24.

stillen Reserven führen und damit zu einem effizienten Marktverhalten, aber grundsätzlich stehen viele MBO-Unternehmen finanziell auf ziemlich unsicherem Grund. Dem Vorteil der verbesserten Kontrollstruktur durch einen kleinen Kreis von Anteilseignern steht im finanziellen Bereich der Nachteil einer schmalen Refinanzierungsbasis gegenüber. Für zukunftssichernde Investitionen fehlen in dieser Situation oft die nötigen Mittel. Bestätigt wird diese Einschätzung durch Umfragen in Ostdeutschland. MBO-Unternehmen weisen demnach mit durchschnittlich 11.000 DM je Arbeitsplatz ein deutlich niedrigeres Investitionsvolumen als andere privatisierte Unternehmen auf, die etwa 80.000 je Arbeitsplatz investieren.¹⁹

Bei allen Problemen, die mit MBO-Aktivitäten in Osteuropa verbunden sein können, darf nicht übersehen werden, daß sich in der Privatisierungspraxis oft keine Alternativen zu der Übernahme vormals staatlicher Betriebe durch das Management anbieten. Privatisierung heißt in Osteuropa (ohne Ostdeutschland) bisher meist Management Buy-Out.

19 Vgl. iwd-information, a.a.O.