

Rühmann, Peter

Article — Digitized Version

## Kaufoptionen - ein Ansatzpunkt zur Privatisierung von Treuhandunternehmen?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Rühmann, Peter (1992) : Kaufoptionen - ein Ansatzpunkt zur Privatisierung von Treuhandunternehmen?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 72, Iss. 5, pp. 247-249

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136880>

### 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.*

Peter Rühmann

## Kaufoptionen – ein Ansatzpunkt zur Privatisierung von Treuhandunternehmen?

*Die Privatisierung der ostdeutschen Unternehmen durch die Treuhand verläuft schleppend. Professor Peter Rühmann schlägt vor, Kaufoptionen einzuräumen, um den Kreis möglicher Erwerber zu erweitern und damit zur Beschleunigung des Privatisierungsprozesses und zur Stärkung des Wettbewerbs beizutragen.*

Das Vorgehen der Treuhand bei der Privatisierung ostdeutscher Unternehmen läßt sich im Regelfall wie folgt charakterisieren<sup>1</sup>:

- Die Treuhand verkauft ganze Unternehmen an einen Erwerber, der eine unternehmerische Konzeption vorlegt.
- Der Vertrag enthält Beschäftigungs- und Investitionsauflagen.
- Das verkaufte Unternehmen geht vollständig in das Eigentum des Erwerbers über; dieser muß den vollen Kaufpreis für das Unternehmen gegen Barzahlung entrichten.

Im folgenden soll vor allem auf den dritten Bestandteil dieser Strategie eingegangen werden. Zwar hat er den Vorteil, daß mit dem Verkauf des Unternehmens die Privatisierung für die Treuhand abgeschlossen ist (sieht man von der Überwachung der Auflagen ab), dafür beschränkt er aber den Kreis potentieller Käufer. Soweit es von außen erkennbar ist, hat dies dazu beigetragen, daß die bisher privatisierten ostdeutschen Industrieunternehmen zu einem erheblichen Teil in das Eigentum etablierter, überwiegend westdeutscher Unternehmen übergegangen sind. Es ist nicht auszuschließen, daß damit Entwicklungschancen für den Osten Deutschlands und dadurch letztlich auch für ganz Deutschland vertan worden sind und immer noch vertan werden.

Der hier angesprochene Punkt ist von G. Sinn und H.-W. Sinn einer grundlegenden Kritik unterzogen worden<sup>2</sup>. Im Kern läßt sie sich wie folgt zusammenfassen:

- Die Verkaufserlöse der Treuhand werden bei schnel-

ler finanzieller Abwicklung des Verkaufs weit unter die entsprechenden Ertragswerte gedrückt.

- Tendenziell wird die Privatisierung verschleppt, um den Druck auf die Verkaufspreise zu vermindern.

Ferner führt diese Vorgehensweise im Prinzip dazu, daß

- die ostdeutschen Industriekapazitäten für die westdeutschen Zentralen die Funktion eines Beschäftigungspuffers bei Konjunkturschwankungen haben und daß
- mit der wirtschaftlichen Vereinigung Deutschlands der Wettbewerb nicht in dem Maße gefördert wird, wie es sein könnte.

Die einzelnen Punkte sollen im folgenden kurz erläutert werden:

Mit einem starken Druck auf die Verkaufspreise der ostdeutschen Unternehmen ist insbesondere deshalb zu rechnen, weil nicht zu erwarten ist, daß die Treuhand die Einnahmen wieder auf dem Kapitalmarkt anlegen wird. Somit werden voraussichtlich die entsprechenden Beträge zumindest in der Anfangsphase diesem Markt entzogen. Es ist zwar kaum möglich, den Ertragswert abzuschätzen, den die privatisierungsfähigen ostdeutschen Industrieunternehmen unter Berücksichtigung der notwendigen Sanierungsinvestitionen verkörpern. Falls er jedoch noch beträchtlich sein sollte, besteht angesichts der kurzfristig eher begrenzten Mittel am Kapitalmarkt die Gefahr, daß der sofortige und vollständige Verkauf aller Unternehmensanteile zur Verschleuderung des vorhandenen Vermögens führt. Geschädigt würde damit allgemein der Steuerzahler und insbesondere die ostdeut-

<sup>1</sup> Vgl. G. Sinn, H.-W. Sinn: Kaltstart, Tübingen 1991, S. 82.

<sup>2</sup> Vgl. H.-W. Sinn: Macroeconomic Aspects of German Unification, Münchener Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge, Nr. 31, München 1990; sowie G. Sinn, H.-W. Sinn, a.a.O., S. 92ff., insbesondere S. 110.

*Prof. Dr. Peter Rühmann, 53, lehrt Volkswirtschaftslehre an der Georg-August-Universität Göttingen.*

sche Bevölkerung, die nach dem Einigungsvertrag einen Anteil am „volkseigenen Vermögen“ erhalten soll. Unabhängig vom Mittelabfluß vom Kapitalmarkt werden die Verkaufspreise sicherlich auch noch dadurch gedrückt, daß angesichts der hohen spezifischen Risiken von Treuhandunternehmen nur wenige potente Käufer in der Lage und auch dazu bereit sind, vollständige Unternehmen gegen Barzahlung zu erwerben.

Um den Druck auf die Verkaufspreise zu vermindern, liegt es nahe, die Privatisierung hinauszuzögern. Da Treuhandbetriebe nicht im vollen Maße der disziplinierenden Kraft des Wettbewerbs unterliegen<sup>3</sup>, hätte dies in doppelter Weise eine unerwünschte Wirkung. Letztlich würde auf diese Weise nicht nur der Beginn des wirtschaftlichen Aufschwungs im Osten Deutschlands hinausgezögert, sondern es würden vermutlich auch die Überschüsse der Treuhand entscheidend geschmälert, weil diese Einrichtung die bis zur Privatisierung der Unternehmen anfallenden Verluste zu tragen hat. Deshalb sollte auf jeden Fall eine Verfahrensweise gefunden werden, die möglichst wenig Anlaß dazu gibt, die Privatisierung mit dem Ziel hinauszuzögern, die Verkaufserlöse zu verbessern.

#### Ostdeutschland als Beschäftigungspuffer?

Beim Erwerb einer ostdeutschen Unternehmung durch eine etablierte westdeutsche Unternehmung ist die Wahrscheinlichkeit besonders hoch, daß strategische unternehmerische Entscheidungen allein im Westen getroffen werden. Sofern beide in der gleichen Branche tätig sind und der Anteil des übernommenen Betriebes an den Gesamtkapazitäten des Erwerbers verhältnismäßig gering ist, erscheint es überdies möglich, daß bei einem Konjunkturrückgang die Nachfrage weitgehend durch die westdeutschen Betriebsstätten gedeckt werden kann. Somit besteht die Versuchung, die erworbenen ostdeutschen Kapazitäten als Puffer für Konjunkturspitzen zu verwenden und gegebenenfalls Geldbußen wegen nicht erfüllter Beschäftigungsaufgaben in Kauf zu nehmen.

Zwar darf dieses Argument nicht übertrieben werden, weil ein von Grund auf erneuerter Betrieb vermutlich kostengünstiger als das westdeutsche Stammwerk produziert, es erscheint aber doch wünschenswert, dieser Gefahr möglichst dadurch zu begegnen, daß auch kleinere westdeutsche Unternehmen oder Manager bei der Privatisierung zum Zuge kommen. Allein schon das Gewicht der übernommenen Betriebsteile in dem künftigen Unternehmen schließt es dann aus, sie nur als Puffer für die (Konjunktur-) Spitzenlast zu verwenden. Meines Erachtens kann es auch für den Wettbewerb nur förderlich sein, wenn es gelingt, bei der Privatisierung nicht nur relativ

große, sondern auch kleinere oder neue Unternehmen zum Zuge kommen zu lassen.

Den entscheidenden Ansatz, um das Dilemma zwischen Verschleuderung des Vermögens der Treuhandbetriebe und Verschleppung der Privatisierung zu lösen, sehen Sinn/Sinn darin, daß Unternehmen, die als Kapitalgesellschaften organisiert werden können, nicht mehr gegen Barzahlung verkauft werden<sup>4</sup>. Vielmehr soll statt dessen in entsprechender Höhe eine Restbeteiligung bei der Treuhand verbleiben, um sie letztlich an die ostdeutsche Bevölkerung weiterzugeben (z.B. in Form von Anteilscheinen). Falls die Einschätzung der Autoren korrekt ist, daß – auch unter Berücksichtigung der für die Sanierung erforderlichen Investitionen – in den ostdeutschen Unternehmen noch erhebliche Werte verkörpert sind, könnten diese zu einem größeren Teil auch tatsächlich an die dortige Bevölkerung verteilt werden.

Der Vorschlag der Autoren ist nicht speziell darauf ausgerichtet, in die Privatisierung stärker als bisher kleinere Unternehmen oder Manager einzubeziehen, die beide die mit der Übernahme von Treuhandunternehmen verbundenen hohen Risiken schlechter als große Unternehmen tragen können. Hierzu hat der Sachverständigenrat die Einschaltung einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft (Venture-Capital-Gesellschaft) vorgeschlagen, an der sich vor allem renommierte Banken beteiligen sollen<sup>5</sup>. Einen weiteren Weg zur Begrenzung des Risikos sehe ich in der Überlassung von Kaufoptionen für mögliche Erwerber von Treuhandunternehmen. Dieser Weg könnte meines Erachtens mit dem oben genannten Vorschlag kombiniert werden, muß es aber nicht.

#### Einführung von Kaufoptionen

Mit dem Vorschlag zur Einführung von Kaufoptionen verbinde ich folgende Ziele:

- Bei der Übernahme von Treuhandunternehmen sollen die Chancen von kleinen Unternehmen oder Managern verbessert werden, um den Kreis der potentiellen Erwerber zu erweitern.
- Durch diese Erweiterung soll einer Tendenz zur Verschleuderung des in den Treuhandunternehmen verkörperten Vermögens entgegengewirkt werden.
- Schließlich soll auch der Anreiz verringert werden, einem Verfall der Verkaufserlöse durch Hinauszögern der Privatisierung zu begegnen.

<sup>3</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1991/92, Ziff. 479.

<sup>4</sup> Vgl. G. Sinn, H.-W. Sinn, a.a.O., S. 110.

<sup>5</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, a.a.O., Ziff. 500.

Im Grundsatz sieht der Vorschlag wie folgt aus:

Wie bisher verhandelt die Treuhand über Verkaufspreis, Beschäftigungs- und Investitionsprogramm der Unternehmung. Aus den von Sinn/Sinn angeführten Gründen sollte nicht unbedingt angestrebt werden, daß der Erwerber die Unternehmung vollständig übernimmt.

In Abweichung vom heutigen Verfahren erfolgt der Übergang auf den Erwerber der Mehrheitsbeteiligung (kurz: Erwerber) in zwei Stufen:

**Eigentum und Stimmrecht in den beiden Stufen der Übereignung**

*Stufe 1 (vor Ausübung der Option)*

Eigentum	Treuhand		Erwerber
	Minderheitsbeteiligung	Kaufoption	Erwerberanteil
Stimmrecht	Treuhand	Erwerber	

*Stufe 2 (nach Ausübung der Option)*

Eigentum	Treuhand	Erwerber
	Minderheitsbeteiligung	Mehrheitsbeteiligung
Stimmrecht	Treuhand	Erwerber

Vor der Stufe 2, in der der Erwerber seine Mehrheitsbeteiligung endgültig übernimmt, wird eine Stufe 1 von begrenzter Dauer vorgeschaltet, in der der Erwerber nur einen geringeren Anteil übernimmt, als es in der Stufe 2 vorgesehen ist. Für die Differenz zur endgültig vorgesehenen Beteiligung wird ihm eine Kaufoption eingeräumt, und er erhält für sie die Stimmrechte, so daß er bereits in Stufe 1 über die Stimmenmehrheit verfügt.

Die Option legt fest, daß der Erwerber am Ende (oder bis zum Ende) des beim Erwerb angegebenen Zeitraums den Restbetrag der für ihn endgültig vorgesehenen Beteiligung zu einem Preis erwerben kann, der bereits anfangs in dem zwischen ihm und der Treuhand geschlossenen Vertrag *eindeutig* bestimmt ist. Entscheidend ist, daß der Preis, zu dem die Option ausgeübt wird, vollkommen unabhängig vom zwischenzeitlichen Geschäftserfolg ist. Damit soll verhindert werden, daß der Erwerber aus diesem Grund einen Anreiz zur Gewinnverlagerung hat. Allerdings können die Vertragsbedingungen die Ausübung der Option oder auch die Höhe des Preises, zu dem sie ausgeübt werden kann, von der Erfüllung der Beschäftigungs- und Investitionsauflagen abhängig machen.

Nach diesen Vorstellungen käme zu den bisherigen Aufgaben der Treuhand eine neue hinzu, nämlich die Verwaltung der Minderheitsbeteiligung (bis über diese weiterverfügt wird, z.B. durch Ausschüttung an die ostdeutsche Bevölkerung) und – während der Laufzeit der Kaufoption – der Beteiligung, für die der Erwerber eine Kaufoption besitzt. Für die Wahrnehmung der entsprechenden Aufgaben sollte meines Erachtens als neue Institution eine Treuhand-Beteiligung geschaffen werden. Diese Treuhand-Beteiligung hätte keine unternehmerische Funktion auszuüben, sondern die Rechte und Pflichten eines Minderheitsaktionärs zu übernehmen. Darüber hinaus könnte ihr unter Umständen die Aufgabe zugewiesen werden, die Erfüllung der vereinbarten Beschäftigungs- und Investitionsverpflichtungen zu überwachen. Damit würde sich die Aufgabe der Treuhand-Akt auf den Verkauf der zu privatisierenden Unternehmen sowie – im Rahmen des Möglichen – auf deren unternehmerische Leitung beschränken.

**Entlastung des Erwerbers**

Das entscheidend Neue liegt in der Einführung der Stufe 1. In dieser Stufe wird der Erwerber finanziell entlastet. Da er auf die Ausübung der Kaufoption verzichten kann, wird in entsprechendem Ausmaß sein Verlustrisiko begrenzt, während er die Gewinnchancen für diesen Anteil an der Unternehmung weiterhin ausnutzen kann, nämlich durch Ausübung der Kaufoption. Zugleich hat er in der Stufe 1 die Möglichkeit, die Unternehmenspolitik in einer Weise zu steuern, als hätte er bereits in dieser Stufe die Mehrheitsbeteiligung erworben.

Die vorgeschlagene Lösung läuft somit darauf hinaus, daß Verfügungsmacht und finanzielle Haftung für das eigene Handeln auseinanderfallen. Dieses Ergebnis des Vorschlags ist natürlich grundsätzlich problematisch; in Anbetracht der augenblicklichen besonderen Lage erscheint ein derartiges Vorgehen aber gerechtfertigt, um den Kreis der möglichen Erwerber ostdeutscher Unternehmen auszuweiten. Diese Situation sollte aber nicht zu einem Dauerzustand werden; deshalb ist meines Erachtens eine zeitliche Begrenzung für die Stufe 1 erforderlich. Auch wäre es wünschenswert, daß praktikable Regelungen gefunden werden, um die Einräumung einer Kaufoption auf den Kreis von Erwerbern zu begrenzen, auf den es hier ankommt. Es geht um diejenigen Unternehmen und Privatpersonen als Erwerber, deren Reinvermögen im Verhältnis zu dem Betrag, der für den Erwerb und die Sanierung des jeweiligen Treuhandunternehmens erforderlich ist, nur gering ist, so daß sie mit dem sofortigen Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung an dem Treuhandunternehmen ein unverhältnismäßig hohes Risiko tragen müßten.