

Brücker, Herbert

**Article — Digitized Version**

## Die Privatisierungs- und Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt: eine Analyse aus transaktionskostentheoretischer Sicht

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Brücker, Herbert (1995) : Die Privatisierungs- und Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt: eine Analyse aus transaktionskostentheoretischer Sicht, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 0340-1707, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 64, Iss. 3, pp. 444-460

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/141104>

**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.*

# Die Privatisierungs- und Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt: Eine Analyse aus transaktionskostentheoretischer Sicht

von Herbert Brücker

## 1. Einleitung

Die Treuhandanstalt hinterließ bei ihrer Auflösung zur Jahreswende 1994/95 eine zwiespältige Bilanz: Einerseits hat sie ihren ordnungspolitischen Auftrag, den Anteil des Staates an Produktion und Beschäftigung zurückzuführen, innerhalb von fünf Jahren fast vollständig abgeschlossen. Andererseits sind drei von vier Arbeitsplätzen in den Unternehmen der Treuhandanstalt und den von ihr privatisierten Unternehmen abgebaut worden. Rund ein Drittel der Treuhand-Unternehmen wurde liquidiert. Die Privatisierungserlöse blieben deutlich hinter den Erwartungen des Jahres 1990 zurück. Die Privatisierungs- und Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt ist deshalb nach wie vor umstritten: die Geschwindigkeit der Privatisierung, die Wahl der Privatisierungsverfahren und die Priorität der Privatisierung gegenüber der Sanierung durch die Treuhandanstalt werden auch heute noch kontrovers diskutiert.

In diesem Beitrag werden die Allokationswirkungen der Privatisierungs- und Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt untersucht. Eine Analyse der Aktivitäten der Treuhandanstalt muß zwischen den Folgen der veränderten makroökonomischen und institutionellen Rahmenbedingungen und den Effekten ihrer Privatisierungs- und Sanierungsstrategie sorgfältig unterscheiden. Die Wirtschafts- und Währungsunion und der nachfolgende Anstieg der Löhne hat einerseits einen Produktions- und Beschäftigungseinbruch ausgelöst und den bestehenden Kapitalstock entwertet, andererseits die Transaktionskosten für Direktinvestitionen aus Westdeutschland und dem Ausland gesenkt (Abschnitt 2). Die Treuhandanstalt hat unter den gegebenen Rahmenbedingungen eine komplexe Privatisierungsstrategie entwickelt, in der die Unternehmen fallweise in direkten Verhandlungen an strategische Investoren veräußert wurden. Unter Berücksichtigung von Transaktionskosten ist die Anfangsverteilung von Eigentumsrechten relevant für die Effizienz der Unternehmenskontrolle und die Finanzierungsbedingungen der privatisierten Unternehmen (Abschnitt 3).

Die Treuhandanstalt hat nach der Wirtschafts- und Währungsunion mit einem großen Mittelaufwand den Zusam-

menbruch ihrer Unternehmen verhindert und die Selektionsfunktion der Kapitalmärkte durch eine bürokratische Prüfung der Sanierungsfähigkeit ihrer Unternehmen ersetzt. Die als überlebensfähig eingestuften Unternehmen wurden zwar mit dem branchenüblichen Eigenkapital ausgestattet, auf die Finanzierung von Sanierungsinvestitionen verzichtete die Treuhandanstalt jedoch weitgehend. Stattdessen überließ die Treuhandanstalt privaten Investoren umfassende Sanierungssubventionen. Die Frage *Privatisierung versus Sanierung* wird im Hinblick auf die Transaktionskosten der Subventionierung privater Sanierungsinvestitionen im Vergleich zu den Kosten einer eigenständigen Sanierung durch die Treuhandanstalt diskutiert (Abschnitt 4).

## 2. Institutionelle und makroökonomische Rahmenbedingungen

Der Privatisierung ging in Ostdeutschland die Transformation der institutionellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen voraus. Das direktive Planungs- und Preissystem wurde aufgehoben, mit der Wirtschafts- und Währungsunion eine neue Geldverfassung eingeführt und im Rahmen der Regelungen des Staats- und Einigungsvertrages das Rechts-, Verwaltungs- und Sozialsystem der Bundesrepublik Deutschland übernommen. Diese Rahmenbedingungen haben die Voraussetzungen für die Privatisierung und Sanierung der ostdeutschen Unternehmen in vierfacher Hinsicht nachhaltig beeinflusst:

Erstens haben die Wirtschafts- und Währungsunion und der nachfolgende Anstieg der Reallöhne den Kapitalstock der ostdeutschen Unternehmen weitgehend entwertet. Der Kapitalstock der Treuhandunternehmen verkörperte Investitionsentscheidungen, die in einem anderen Wirtschaftssystem unter vollständig anderen Nachfrage- und Kostenbedingungen getroffen wurden. Die transformationsbedingte Verschiebung der Nachfrage sowie der massive Anstieg der Reallöhne bei gegebenen, durch den Wettbewerb westlicher Anbieter determinierten Erzeugerpreisen mußte deshalb zu einer Entwertung spezifischer Kapital-

anlagen<sup>1</sup> führen. Nach einer Input-Output-Projektion von George Akerlof et al. hätten nur 8,2 vH der ostdeutschen Industrieunternehmen nach der Wirtschafts- und Währungsunion bei gegebener Produktivität unter den neuen Preis- und Kostenbedingungen rentabel produzieren können<sup>2</sup>. Die tatsächlichen Verluste der Treuhandunternehmen waren zwar deutlich niedriger als in der Akerlof-Projektion, aber mit rund zwei Dritteln des Personalaufwands immer noch hoch<sup>3</sup>. Die mit dem Preis- und Kostenschock nach der Wirtschafts- und Währungsunion verbundene Entwertung des Kapitalstocks führte zum wichtigsten Privatisierungshemmnis in Ostdeutschland: Der Nettokapitalwert vieler Unternehmen war negativ, so daß sie nicht zu positiven Preisen veräußert werden konnten.

Zweitens führte das hohe und schnell steigende Lohnniveau dazu, daß ostdeutsche Unternehmen nur dann dauerhaft wettbewerbsfähig werden konnten, wenn sie kapitalintensive Technologien einsetzten und eine mit Westdeutschland vergleichbare Produktivität erreichten. Hohe Investitionen waren deshalb die Voraussetzung für eine erfolgreiche Sanierung.

Drittens fallen durch die Übernahme des westdeutschen Institutionensystems geringere Transaktionskosten für Direktinvestitionen und den Erwerb von Unternehmen als in anderen Transformationsländern an. Die Einführung einer stabilen Währung, die Übernahme des Rechts- und Verwaltungssystems der Bundesrepublik<sup>4</sup> sowie die gemeinsamen politischen und kulturellen Traditionen haben zu einer vergleichsweise geringen Ungewißheit über die politischen, institutionellen und makroökonomischen Rahmenbedingungen und damit auch zu niedrigen Transaktionskosten für Investoren aus Westdeutschland und dem Ausland geführt. Das wichtigste Hindernis für die Privatisierung und Sanierung von Unternehmen in anderen Transformationsländern, der begrenzte Zugang zu Kapital, konnte dadurch zumindest teilweise aufgehoben werden<sup>5</sup>.

Viertens hatten die Transfers aus Westdeutschland einen wichtigen Einfluß auf die Rentabilität von Neu- und Sanierungsinvestitionen in Ostdeutschland. Die öffentlichen Transfers erreichten etwa 80 vH des ostdeutschen Bruttoinlandsproduktes<sup>6</sup>. Der Inlandsverbrauch wurde dadurch weitgehend von der Wertschöpfung abgekoppelt, so daß in Ostdeutschland dem Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der Beschäftigung eine vergleichsweise hohe und stetig wachsende Nachfrage gegenüberstand. Zusätzliche Investitionsanreize wurden durch Investitionszuschüsse, -zulagen und Sonderabschreibungen geschaffen, die auf bis zu 50 vH der Investitionssumme kumuliert werden konnten<sup>7</sup>.

Zum Beginn des Privatisierungsprozesses stand die Treuhandanstalt folglich einer Situation gegenüber, in der (i) der Kapitalstock ihrer Unternehmen weitgehend entwertet wurde und ohne eine umfassende Sanierung keine positiven *Cash-flows* mehr erwirtschaften konnte, (ii) eine erfolgreiche Sanierung bei dem gegebenen Lohnniveau

nur durch hohe Investitionen erreicht werden konnte, (iii) eine große Zahl von Investoren mit gutem Zugang zu Kapital und den relevanten Produktmärkten für die Privatisierung bereit stand und (iv) mit öffentlichen Transfers und Subventionen die Realverzinsung von Neu- und Sanierungsinvestitionen erhöht wurde.

### 3. Die Verkaufsstrategie der Treuhandanstalt

Privatisierung kann als Transfer von Eigentumsrechten von dem staatlichen auf den privaten Sektor definiert werden<sup>8</sup>. Im Rahmen der Principal Agent- und Property Rights-Theorien wird die Privatisierung mit den unterschiedlichen Anreiz- und Sanktionsstrukturen privater und staatlicher Unternehmen begründet. Die Eigentümer privater Unternehmen unterliegen einerseits stärkeren Gewinnanreizen als staatliche Agenten, andererseits sind private Unternehmen bei anhaltenden Verlusten in der Regel härteren Sanktionen als staatliche Unternehmen ausgesetzt<sup>9</sup>. Unter der Annahme von funktionsfähigem Wettbewerb und der Abwesenheit von externen Effekten kann deshalb von privaten Unternehmen im Durchschnitt

<sup>1</sup> Als spezifisch werden Kapitalanlagen bezeichnet, die an Verwendungszwecke gebunden sind, außerhalb deren sie an Wert verlieren. Investitionen in spezifische Kapitalanlagen sind deshalb irreversibel. Vgl. Williamson (1985), S. 52–56; Arrow (1968); Pindyck (1991).

<sup>2</sup> Vgl. Akerlof et al. (1991).

<sup>3</sup> Akerlof et al. (1991) errechneten unter der Annahme einer Bruttolohnsumme von 1 545 DM pro Beschäftigten im Monat bei den gegebenen Faktorproduktivitäten des Jahres 1989 Kosten von 1,84 DM je 1 DM Umsatz. 1991 betragen bei einer Bruttolohnsumme von 2 260 DM je Beschäftigten die Kosten der Treuhandunternehmen 1,26 DM je 1 DM Umsatz. Die Differenz kann durch einen Anstieg der Produktivität aufgrund der Stilllegung von Produktionskapazitäten mit überdurchschnittlichen Verlusten, Entlassungen sowie einigen anderen transformationsbedingten Faktoren erklärt werden. Vgl. Brücker (1995), S. 192–198.

<sup>4</sup> Mit dieser grundsätzlichen Einschätzung wird keineswegs ausgeschlossen, daß einzelne Regelungen des westdeutschen Rechts und transformationsbedingte Sonderregelungen wie das Restitutionsprinzip die Transaktionskosten erhöht haben.

<sup>5</sup> Demgegenüber vertreten Gerlinde und Hans-Werner Sinn (1991, S. 104–110) die These, daß Kapitalmangel zu einem endogenen, d. h. durch die Verkaufsstrategie der Treuhandanstalt ausgelösten Preisverfall der Treuhandunternehmen geführt habe. M. E. überschätzten Sinn/Sinn einerseits den Wert der Treuhandunternehmen und damit den Kapitalbedarf der Privatisierung, andererseits unterschätzten sie den Zufluß an Kapital von den Weltkapitalmärkten. Vgl. Brücker (1995), S. 291–294; Dluhosch (1991).

<sup>6</sup> Die gesamten öffentlichen Transferleistungen einschließlich der Sozialversicherungssysteme und des vom Bundeshaushalt übernommenen Defizits der Treuhandanstalt betragen 1992: 180,6 Mrd. DM, 1993: 200,5 Mrd. DM und 1994: 202,7 Mrd. DM. Für 1995 werden Transferleistungen in Höhe von 195,5 Mrd. DM erwartet. Vgl. Gemeinschaftsdiagnose (1995), S. 316.

<sup>7</sup> Vgl. Frank (1993), S. 121–128.

<sup>8</sup> Vgl. Yarrow (1986).

<sup>9</sup> Vgl. DeAlessi (1982); Vickers/Yarrow (1988), S. 9–49; Furubotn/Pejovich (1972), S. 1149–1150.

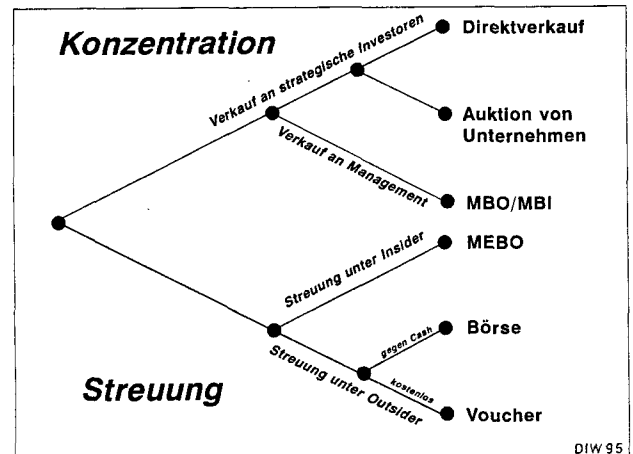
eine höhere Effizienz als von staatlichen Unternehmen erwartet werden<sup>10</sup>. Darüber hinaus kann die weiche Budgetschränke staatlicher Unternehmen in Transformationsländern die makroökonomische Stabilisierung gefährden<sup>11</sup>.

In den Transformationsländern Ost- und Mitteleuropas sind eine Vielzahl von Privatisierungsstrategien entwickelt worden, darunter innovative Verfahren wie die Versteigerung von Unternehmensanteilen gegen kostenlos verteilte Voucher (Privatisierungsschecks). Die Privatisierungsstrategie der Treuhandanstalt markiert im Spektrum dieser Privatisierungsstrategien einen Extrempunkt: Die Unternehmen wurden verkauft und nicht kostenlos verteilt; die Eigentumsanteile wurden in der Hand strategischer Investoren konzentriert und nicht breit gestreut; in komplexen Verhandlungsprozessen wurden neben dem Preis andere Allokationskriterien herangezogen, anstatt die Unternehmen meistbietend zu versteigern. Hinter dieser Privatisierungsstrategie stand die Idee, daß effiziente Privatisierungsergebnisse durch eine gezielte Suche nach strategischen Investoren, die Vermögen, Know-how und den Zugang zu den relevanten Produktmärkten einbringen, erreicht werden können<sup>12</sup>.

Ob und auf welche Art und Weise die Strategien und Verfahren der Privatisierung die Effizienz von Unternehmen beeinflussen, ist umstritten. Bei Abwesenheit von Transaktionskosten<sup>13</sup>, so die Aussage des Coase-Theorems, ist die Anfangsverteilung von Eigentumsrechten irrelevant für die Allokationseffizienz<sup>14</sup>. Einige Ökonomen haben die These aufgestellt, daß die Annahme der Abwesenheit von Transaktionskosten im Falle der Privatisierung von Unternehmen eine sinnvolle Annäherung an die Realität sei<sup>15</sup>. Unter dieser Annahme würde die kostenlose Verteilung von Unternehmensanteilen durch ein Voucherverfahren genauso wie der Verkauf an einen strategischen Investor zu einer effizienten Allokation führen. Unabhängig von der Anfangsverteilung würden sich nach der Privatisierung durch die Reallokation über die Kapitalmärkte effiziente Eigentums- und Kontrollstrukturen ergeben. Demgegenüber wird hier von der Arbeitshypothese ausgegangen, daß die Privatisierung und die Reallokation von Eigentums- und Verfügungsrechten an Unternehmen nach der Privatisierung nicht-triviale Transaktionskosten aufwirft<sup>16</sup>. Unter Berücksichtigung von Transaktionskosten ist die Allokation von Eigentums- und Verfügungsrechten durch verschiedene Privatisierungsverfahren relevant im Hinblick auf die Formen der Unternehmensführung und -kontrolle, die sich in den privatisierten Unternehmen ergeben, (vgl. Abschnitt 3.1) und die Auswahl der Käufer ein zentraler Faktor für die Effizienz der privatisierten Unternehmen (vgl. Abschnitt 3.2). Den Erträgen einer ex-post-effizienten Allokation von Eigentums- und Verfügungsrechten muß der Zeit- und Kostenaufwand gegenübergestellt werden, der im Vorfeld der Privatisierung entsteht (vgl. Abschnitt 3.3). Die vorliegenden empirischen Erkenntnisse lassen keine eindeutige Bewertung der Effizienz der Privatisierungsstrategie der Treuhandanstalt zu (vgl. Abschnitt 3.4).

Schaubild 1

### Privatisierungsverfahren und Eigentumsstruktur



### 3.1 Unternehmensführung und -kontrolle

Mit der Wahl des Privatisierungsverfahrens wird die Ausgangsstruktur für die Unternehmensführung und -kontrolle (*corporate governance*) festgelegt. Während bei der Privatisierung durch Voucherverfahren oder die öffentliche Versteigerung von Unternehmensanteilen die Eigentumsrechte breit unter eine Vielzahl von Anlegern gestreut werden, werden bei einem Verkauf an strategische Investoren in direkten Verhandlungen, bei der Auktionierung von Unternehmen als vollständigen Einheiten und bei Management-Buy-out- (MBO) und Management-Buy-in- (MBI) Verfahren die Eigentumsrechte in der Hand eines oder weniger Käufer konzentriert. Im Falle der Übernahme von Unternehmen durch das Management und die Belegschaften werden die Unternehmensanteile unter die Unternehmensinsider gestreut (vgl. Schaubild 1).

Die Treuhandanstalt hat sich dafür entschieden, die Eigentumsrechte an den Unternehmen in der Hand einzel-

<sup>10</sup> Vgl. auch die Ergebnisse empirischer Untersuchungen in Vickers/Yarrow (1988); Yarrow (1986); DeAlessi (1980); DeAlessi (1982).

<sup>11</sup> Vgl. Kornai (1980), S. 299-322; Kornai (1986); Brücker (1995), S. 31-45.

<sup>12</sup> Vgl. Treuhandanstalt (1991c); Breuel (1992); Schmid-Schönbein/Hansel (1991).

<sup>13</sup> Der Transaktionskostenbegriff wird hier in einem umfassenden Sinne verwendet, d.h. er schließt auch die Probleme unvollständiger und asymmetrisch verteilter Information und beschränkter Rationalität ein.

<sup>14</sup> Coase (1960).

<sup>15</sup> „The Coase-Theorem tells us that allocative efficiency does not depend on how property rights are initially distributed. This means that, from the economic point of view, it does not matter how firms are privatized — whether they are sold or given away to whom. (...) The Coase-Theorem assumes zero transaction costs. In the case of property rights over capital this simplification does not seem exorbitant.“ Vaubel (1992), S. 112; vgl. auch Schmidt (1995).

<sup>16</sup> Vgl. Brücker (1995), S. 79-83.

ner Käufer zu konzentrieren, anstatt sie breit unter zahlreiche Anleger zu streuen. In der Regel handelte es sich bei den Käufern um Investoren aus Westdeutschland oder Westeuropa, die die Führung der Unternehmen entweder selbst übernahmen oder die ostdeutschen Unternehmen als Tochtergesellschaften in ihre Konzernstruktur integrierten. Rund ein Fünftel der Unternehmen wurde durch MBO- oder MBI-Verfahren veräußert<sup>17</sup>.

Die Konzentration von Eigentums- und Entscheidungsrechten in der Hand eines strategischen Investors hat den Vorteil, daß der Entscheidungsträger die Erträge und Kosten seiner Entscheidungen selbst tragen muß. Demgegenüber setzt die breite Streuung von Eigentumsanteilen die Trennung von Eigentums- und Entscheidungsrechten voraus. Aus Sicht der Property Rights- und Principal Agent-Theorien wirft die Trennung von Eigentums- und Entscheidungsrechten Erträge und Kosten auf: Bei den Erträgen handelte sich um Spezialisierungsgewinne, die sich aus der Arbeitsteilung zwischen Risikoträger (Eigentümer) und Entscheidungsträger (Manager) ergeben<sup>18</sup>. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle ermöglicht einerseits durch Portfoliodiversifizierung eine effiziente Risikoallokation<sup>19</sup> und andererseits durch die Delegation der Entscheidungskompetenzen an ein professionelles Management den effizienten Einsatz knapper Managementqualifikationen<sup>20</sup>. Diesen Erträgen stehen Kosten durch diskretionäres, d.h. von den Interessen der Eigentümer abweichendes, Verhalten des Managements gegenüber. Diese Kosten können in die Kosten des Kontrollaufwands und die Kosten des entgangenen Residualeinkommens unterschieden werden<sup>21</sup>. Die Handlungsspielräume für ein diskretionäres Verhalten des Managements und damit die Kosten der Trennung von Eigentums- und Entscheidungsrechten werden durch Wettbewerb auf den Kapitalmärkten<sup>22</sup>, den Produkt- und Faktormärkten des Unternehmens<sup>23</sup> und den Arbeitsmarkt für Manager<sup>24</sup> beschränkt. Keiner dieser Märkte funktioniert perfekt<sup>25</sup>, so daß Kosten einer Trennung von Eigentums- und Entscheidungsrechten verbleiben. Die Höhe dieser Kosten hängt von der Effizienz der Kapital-, Produkt- und Arbeitsmärkte ab. Unter Transformationsbedingungen sind besonders hohe Kosten der Trennung von Eigentums- und Entscheidungsrechten zu erwarten, weil keine zuverlässigen Informationen über die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen vorliegen, Kapitalmarktinstitutionen unzureichend entwickelt sind, hohe Ungewißheit über die institutionellen und makroökonomischen Rahmenbedingungen herrscht und die Volatilität des *Cash-flow* der Unternehmen ebenfalls hoch ist. Von einer Konzentration der Eigentums- und Entscheidungsrechte sind deshalb unter den gegebenen Bedingungen geringere Kosten der Unternehmensführung und -kontrolle als bei einer breiten Streuung der Eigentumsanteile zu erwarten.

Eine Konzentration von Eigentums- und Entscheidungsrechten führt auch zu günstigeren Finanzierungsbedingungen als eine breite Streuung der Anteile. Strategische Investoren bringen in der Regel — in Abhängigkeit von der

erwarteten Realverzinsung — Kapital in die Unternehmen ein. Dies senkt wiederum die Kosten einer Fremdfinanzierung durch Kredite, weil mit zunehmender Eigenkapitalausstattung die Risiken der Kreditgeber abnehmen. Demgegenüber bringen die Eigentümer bei einer breiten Streuung der Unternehmensanteile durch Voucher oder bei einer Privatisierung über die Wertpapiermärkte zunächst kein neues Kapital in die Unternehmen ein. Im Unterschied zu einem strategischen Investor verfügen sie nur über geringe Informationen hinsichtlich der zu erwartenden Realverzinsung von Investitionen und müssen darüber hinaus die Kosten des diskretionären Verhaltens des Managements tragen. Angesichts hoher Ungewißheit und einer schlechten Informationslage über die privatisierten Unternehmen sind die Kosten der Finanzierung durch Kapitalerhöhungen folglich hoch. Geschäftsbanken können sich zwar besser als Anleger auf den Wertpapiermärkten über die Unternehmen informieren und einen Kontroll einfluß ausüben, angesichts der geringen Eigenkapitalausstattung sind ihre Kreditrisiken jedoch hoch. Das Fremdfinanzierungspotential wird deshalb bei einer breiten Streuung der Anteile durch Kreditrationierung beschränkt.

### 3.2 Allokationsverfahren und -kriterien

Idealtypisch können die Allokationsmechanismen verschiedener Privatisierungsverfahren in Verhandlungs- und Auktionsverfahren unterschieden werden. Bei der Privatisierung von Unternehmensanteilen gegen Voucher oder Cash erfolgt die Allokation durch Bietverfahren, in denen der Preis als einziges Allokationskriterium zugrunde gelegt wird<sup>26</sup>. Demgegenüber werden bei der Privatisierung vollständiger Unternehmen Auktionen und Verhandlungsverfahren, in denen neben dem Verkaufspreis auch andere Informationen verarbeitet werden können, eingesetzt (vgl. Schaubild 2). Natürlich treten auch Mischformen und Kom-

<sup>17</sup> Zum 31. Dezember 1994 entfielen von 14 600 Privatisierungsfällen (privatisierte Unternehmen und Unternehmensteile) 2 983 oder 20,4 vH auf MBO/MBI-Verfahren. BVS (1995a), S. 2.

<sup>18</sup> Fama/Jensen (1983).

<sup>19</sup> Vgl. Arrow (1964).

<sup>20</sup> Vgl. Fama/Jensen (1983); Fama (1983).

<sup>21</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976); Fama/Jensen (1983).

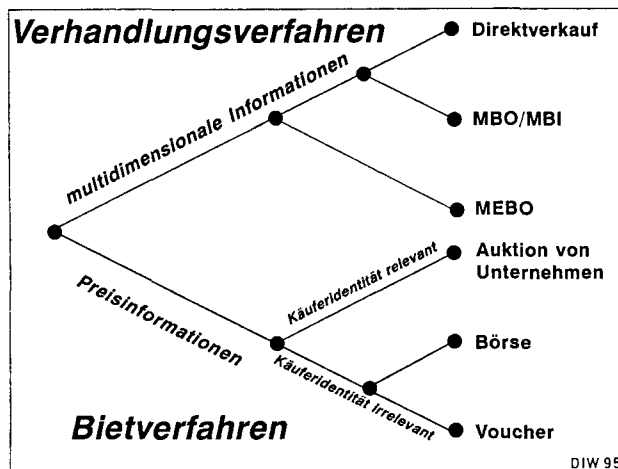
<sup>22</sup> Furubotn/Pejovich (1972), S. 1150; Pejovich (1976), S. 15; Alchian/Demsetz (1972), S. 788

<sup>23</sup> Vgl. Vickers/Yarrow (1988), S. 24–26; Pejovich (1976), S. 10; Fama (1983), S. 289.

<sup>24</sup> Alchian/Demsetz (1972), S. 788; Alchian (1969), S. 504–506.

<sup>25</sup> Insbesondere bei der Kontrolle über die Kapitalmärkte kann aufgrund von Freifahrerverhalten der einzelnen Eigentümer Marktversagen auftreten. Vgl. Grossmann/Hart (1980); Hart (1995); Singh (1975).

<sup>26</sup> Bei der Versteigerung von Unternehmensanteilen werden mitunter auch Fixpreisverfahren verwendet und die Allokation nach vorher festgelegten Rationierungsverfahren durchgeführt.



inationen dieser Verfahren auf. So hat die Treuhandanstalt beispielsweise bei der Privatisierung von Kleinstunternehmen Bietverfahren angewendet, bei denen neben dem Verkaufspreis auch andere Kriterien wie Investitions- und Beschäftigungszusagen berücksichtigt wurden.

Auktions- und Verhandlungsverfahren unterscheiden sich durch die Struktur und Qualität der Informationen, die sie verarbeiten können. Während in Auktionsverfahren<sup>27</sup> die Allokation über den Preis erfolgt, können bei der Allokation durch Verhandlungsverfahren neben dem Preis zusätzliche Informationen der Käufer berücksichtigt werden. Bei einer breiten Streuung von Unternehmensanteilen sind diese Informationen irrelevant, weil die Käufer sich nicht an der Führung und Kontrolle der Unternehmen beteiligen und eine Reallokation der Unternehmensanteile auf den Wertpapiermärkten nur geringe Transaktionskosten aufwirft. Demgegenüber ist bei einer Konzentration von Eigentums- und Entscheidungsrechten die personelle Zuordnung von Eigentumsrechten durch die Privatisierung relevant, weil (i) Kapitalausstattung, Kompetenz und andere Eigenschaften des Käufers die Effizienz der privatisierten Unternehmen beeinflussen und (ii) die Reallokation von Eigentumsrechten nicht-triviale Transaktionskosten aufwirft. Im Falle einer Konzentration von Eigentums- und Entscheidungsrechten haben die Erwerber von Unternehmen nach dem Kauf Zugang zu Insider-Informationen. Wenn sie das Unternehmen weiterveräußern wollen, haben sie deshalb einen Informationsvorsprung gegenüber ihren Käufern über den Wert des Unternehmens. Wie George Akerlof gezeigt hat, kann die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Verkäufern und Käufern zu Marktversagen durch *adverse selection* führen<sup>28</sup>.

Im Falle der von der Treuhandanstalt verfolgten Strategie der Konzentration von Eigentums- und Entscheidungsrechten ist die personelle Identität des Käufers folglich relevant für die Effizienz der privatisierten Unternehmen. Die Treuhandanstalt hat diesem Umstand Rechnung getragen, indem alle mittleren und großen Unternehmen auf dem

Verhandlungsweg veräußert und bei der Auswahl der Käufer multiple Allokationskriterien zugrunde gelegt wurden. Der Verkaufspreis wurde anderen Allokationskriterien wie Geschäftsplänen, Investitions- und Beschäftigungszusagen, Kapitalausstattung, Qualifikation und Erfahrungen der Investoren nachgeordnet<sup>29</sup>. In der Terminologie der Treuhandanstalt wurden nicht Unternehmen veräußert, sondern Investoren gekauft<sup>30</sup>. Bietverfahren wurden nur bei der Privatisierung von kleinen Wirtschaftseinheiten (Ladengeschäfte, Gaststätten, Hotels, Kinos usw.) und Immobilien eingesetzt. Auch in diesen Fällen wurden keine Standardauktionen durchgeführt, sondern neben dem Preis bei der Allokationsentscheidung Investitions- und Beschäftigungspläne berücksichtigt.

Der umfassende Einsatz von Verhandlungsverfahren und die Verwendung von anderen Allokationskriterien als dem Verkaufspreis ist umstritten:

“(…) The German Treuhandanstalt (...) has at time required potential buyers to submit employment and (...) investment plans as well as bids. This means that there are multiple criteria by which the winning buyer is determined. The Treuhandanstalt therefore has considerable allocative power both in establishing these other criteria and in defining how much weight to give to fairly incommensurable goals. To invest the agency with so much power is first of all contrary to the underlying philosophy of privatization: the allocative decision will be made more efficiently through private competition than by state agencies.”<sup>31</sup>

Die Logik dieses Arguments ergibt sich aus den zugrundeliegenden Annahmen. Unter den Annahmen von vollkommener Information und Rationalität der Bieter, hat derjenige Bieter, der einem Unternehmen den höchsten Wert beimißt, zugleich auch die produktivste Verwendung für ein Unternehmen. Wenn zusätzlich auch noch vollkommener Wettbewerb zwischen den Bietern gegeben ist, dann wird eine effiziente Allokation von Unternehmen erreicht, wenn in einem kompetitiven Bietverfahren der Bieter mit dem höchsten Gebot den Zuschlag erhält. Die Verarbeitung zusätzlicher Informationen kann unter diesen Bedingungen die Allokationseffizienz nur beeinträchtigen<sup>32</sup>. Werden jedoch weniger restriktive Annahmen zugrundegelegt, dann kann dieses Ergebnis aus folgenden Gründen nicht aufrecht erhalten werden:

— *Unvollkommene Information*: Bei unvollkommenen und ungleich verteilten Informationen können Auktionen zu

<sup>27</sup> Der Begriff der Auktion bleibt hier Standardauktionen vorbehalten, deren Allokation sich allein auf den Preis stützt.

<sup>28</sup> Akerlof (1970).

<sup>29</sup> Vgl. Treuhandanstalt (1991c); Treuhandanstalt (1994e).

<sup>30</sup> Breuel (1992).

<sup>31</sup> Maskin (1992), S. 117–118; vgl. auch Maurer/Sander/Schmidt (1991), S. 64; Schmidt (1993); Schmidt (1995).

<sup>32</sup> Vgl. Maskin (1992).

ineffizienten Ergebnissen führen. Dies ist dann der Fall, wenn ein Bieter aufgrund unvollkommener Information über die geschäftlichen Chancen und Risiken ein höheres Gebot als ein besser informierter Bieter abgibt, obwohl das Unternehmen für den besser informierten Bieter einen höheren Wert hat.

- *Beschränkte Rationalität*<sup>33</sup>: Auch wenn alle Bieter den gleichen Zugang zu allen relevanten Informationen haben, dann ist die Fähigkeit, diese Informationen zu verarbeiten, ungleich über die Bieter verteilt. Unterschiedliche Fähigkeiten, Informationen zu verarbeiten, führen ähnlich wie ein unterschiedlicher Informationsstand dazu, daß nicht zwingend der Bieter den Zuschlag erhält, für den das Unternehmen den höchsten Wert hat.
- *Beschränkter Bieterwettbewerb*: Bieterwettbewerb ist bei der Privatisierung von Unternehmen häufig begrenzt. Als Faustregel nimmt der Bieterwettbewerb mit der Größe eines Unternehmens und der Spezifität seiner Kapitalanlagen ab. Abnehmender Bieterwettbewerb beeinträchtigt die Erträge von Auktionen, aber nicht ihre Effizienz, sofern Absprachen zwischen den Bietern ausgeschlossen sind. Absprachen zwischen den Bietern führen dann zu ineffizienten Ergebnissen, wenn sich nicht alle Bieter kooperativ an die Absprache halten und wenn das Unternehmen nach der Auktion nicht demjenigen Bieter zugeordnet wird, für den das Unternehmen den höchsten Wert hat<sup>34</sup>.

Unter den Bedingungen von unvollkommenen Informationen und beschränkter Rationalität kann dagegen in Verhandlungsverfahren durch den Einsatz multipler Allokationskriterien eine effiziente Allokation erreicht werden. Wie János Kornai gezeigt hat<sup>35</sup>, werden bei den meisten ökonomischen Transaktionen Informationen mit und ohne Preischarakter ausgetauscht. Unter der Annahme von beschränkter Rationalität reflektiert der Preis nur in indirekter und vielfach gebrochener Weise die Informationen, die für die Bewertung eines Gutes relevant sind. Durch die „Vervielfachung“ von Informationen, d.h. die Berücksichtigung von Informationen mit und ohne Preischarakter, kann deshalb die Wahrscheinlichkeit einer effizienten Allokation erhöht werden<sup>36</sup>.

Das Argument von Kornai ist insbesondere für den Handel von komplexen Gütern wie Unternehmen relevant. Die Bewertung von Unternehmen durch die Bieter hängt von einer großen Vielfalt von Informationen ab, die von technischen Eigenschaften der Kapitalanlagen über die Qualität der hergestellten Produkte, die Qualifikation der Beschäftigten bis hin zu komplexen Annahmen über die Angebots- und Nachfragebedingungen auf den relevanten Faktor- und Produktmärkten des Unternehmens reichen. Von Seiten der Privatisierungsagenturen ist es rational, alle vorhandenen Informationen offenzulegen, wenn ein effizientes Privatisierungsergebnis erreicht werden soll. Privatisierungsagenturen besitzen jedoch nur einen Teil dieser Informationen. Die Preisgebote der Bieter können deshalb

durch unvollkommene Information und die beschränkten Fähigkeiten, die vorhandenen Informationen zu verarbeiten, verzerrt werden. Wenn die Bieter in Verhandlungsverfahren dazu veranlaßt werden, im Wettbewerb zusätzliche Informationen wie Geschäfts-, Investitions- und Beschäftigungspläne offenzulegen, kann deshalb eher als in Standardverfahren eine effiziente Allokation erreicht werden.

Verhandlungsverfahren sind freilich keine Garantie für ein effizientes Ergebnis. Die Bieter können die vorgelegten Informationen systematisch verzerren um den Preis für das Objekt zu senken. Beispielsweise können gegenüber der Treuhandanstalt Investitions- und Beschäftigungspläne überhöht ausgewiesen werden, um Abschläge beim Verkaufspreis durchzusetzen. Die Treuhandanstalt hat deshalb einen Teil der Investitions- und Beschäftigungszusagen in die Privatisierungsverträge aufgenommen und durch Vertragsstrafen absichern lassen. Die Fixierung und Absicherung von Investitions- und Geschäftsplänen schafft Anreize, die fraglichen Informationen wahrheitsgemäß zu offenbaren<sup>37</sup>. Diese Absicherung ist jedoch nicht kostenlos. Unter Unsicherheit beschränken Investitions- und Beschäftigungszusagen die Handlungsspielräume der Investoren und senken damit den Wert der Unternehmen. Die Treuhandanstalt muß den Investoren deshalb eine Informationsrente in Form eines Preisabschlags überlassen. Eine solche Informationsrente ist bei dem Einsatz multipler Allokationskriterien unvermeidlich.

Darüber hinaus ist die Rationalität der Akteure in den Privatisierungsagenturen genauso wie bei den Bietern beschränkt. Die Verwendung multipler Allokationskriterien verlangt jedoch keine hyperrationale Privatisierungsagentur, die perfekte Preise ermittelt, sondern nur die Bildung einer ordinalen Rangordnung zwischen den einzelnen Bietern auf der Grundlage der von ihnen im Wettbewerb offen gelegten Informationen. Es ist nicht zu erwarten, daß die Treuhandanstalt bei gegebenen Informationen in jedem Fall eine effiziente Allokation vorgenommen hat. Es kann jedoch erwartet werden, daß ein Verfahren, das neben Preisinformationen zusätzliche Informationen berücksichtigt, häufiger zu einem effizienten Ergebnis bei komplexen Gütern führt, als ein Verfahren, das sich auf die Verarbeitung von Preisinformationen beschränkt.

Neben höheren Kapazitäten, Informationen zu verarbeiten, haben Verhandlungsverfahren zwei weitere Vorteile:

Erstens kann das Leistungspaket flexibel im Verhandlungsprozeß spezifiziert werden. Die Unternehmens-

<sup>33</sup> Im Sinne des Begriffs der „*bounded rationality*“ von Simon (1967).

<sup>34</sup> Vgl. McAfee/McMillian (1987), S. 711, S. 724; Maskin (1992), S. 123.

<sup>35</sup> Vgl. Kornai (1975), S. 54–62.

<sup>36</sup> Kornai (1975), S. 62.

<sup>37</sup> Das Problem der Durchsetzung von vertraglich abgesicherten Beschäftigungs- und Investitionszusagen wird in Abschnitt 4.2 behandelt.

struktur der Treuhandunternehmen war in der Regel nicht wettbewerbsfähig. Auktionsverfahren sind auf die Privatisierung wettbewerbsfähiger Unternehmenseinheiten ausgelegt. Die Treuhandanstalt hätte deshalb bei einem breiten Einsatz von Auktionsverfahren die Unternehmen vor der Privatisierung entflechten und restrukturieren müssen. Demgegenüber konnten in Verhandlungsverfahren die zusätzlichen Informationen der Kaufinteressenten für eine Entflechtung der Unternehmen berücksichtigt werden und damit die Restrukturierungskosten gesenkt werden<sup>38</sup>.

Zweitens ermöglichten Verhandlungsverfahren den Abschluß komplexer Verträge<sup>39</sup>. Der Abschluß komplexer Verträge über die Sanierung ökologischer Altlasten, Beschäftigung und Investitionen in den privatisierten Unternehmen, Zahlungs- und Haftungsverpflichtungen, die Nachbewertung von Grundstücken usw. war ein zentrales Element der Privatisierungsstrategie der Treuhandanstalt. Für den Abschluß komplexer Verträge ist die Identität der Vertragspartner relevant, zudem müssen im Vorfeld des Abschlusses komplexe Informationen ausgetauscht werden — was wiederum nur Verhandlungsverfahren ermöglichen.

Ein zentrales Argument gegen die Verwendung von Verhandlungsverfahren sind Wettbewerbsbeschränkungen. In Verhandlungsverfahren können zwar vor Beginn der Verhandlungen Unternehmen öffentlich ausgeschrieben und gezielt Investoren gesucht werden, der Verhandlungsprozeß selbst ist aber auf einige wenige Bieter beschränkt. Die Treuhandanstalt hat häufig nur mit einem Bieter verhandelt. Dieser Fall ist dennoch von einem bilateralen Monopol mit seinen negativen Effekten für Privatisierungserlöse und Allokationseffizienz zu unterscheiden. Solange das Risiko hoch genug ist, daß ein weiterer Bieter in den Verhandlungsprozeß eintritt, konvergiert das Verhandlungsergebnis gegen den Fall des Wettbewerbs<sup>40</sup>. Um es mit Schumpeter auszudrücken: „Konkurrenz (...) nimmt in Zucht, bevor sie angreift“<sup>41</sup>. Bieterwettbewerb mißt sich folglich bei Verhandlungsverfahren nicht daran, mit wievielen Bietern verhandelt wird, sondern ob eine effiziente Vorauswahl der Verhandlungsteilnehmer getroffen wurde und ob eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für den Eintritt weiterer Bieter besteht. Allerdings deuten vorliegende Fallstudien darauf hin, daß dies der Treuhandanstalt in zahlreichen Fällen nicht gelungen ist<sup>42</sup>.

Mit der Vielfalt der Allokationskriterien nimmt die Transparenz der Verhandlungsergebnisse ab. Dies eröffnet den an der Privatisierung beteiligten Agenten diskretionäre Handlungsspielräume. Das Principal Agent-Problem der Treuhandanstalt gegenüber ihren Mitarbeitern ist deshalb besonders komplex, weil die Privatisierung zu keinen Ergebnissen führt, die eindeutig bewertet werden können. Privatisierungserlöse geben keinen Aufschluß über die Leistung der Akteure, solange der Wert eines Unternehmens nicht bekannt ist. Anreizsysteme, die an die Bruttoerlöse aus der Privatisierung, Investitions- und Beschäftigungszusagen usw. gebunden sind, müssen deshalb die Anreize

der beteiligten Akteure verzerren. Der Bundesrechnungshof hat deshalb zu Recht das Bonussystem der Treuhandanstalt kritisiert<sup>43</sup>.

Eine Einschränkung der Transparenz ist bei Verhandlungsverfahren unvermeidlich. Die diskretionären Handlungsspielräume der beteiligten Akteure können nur durch ihre unmittelbare Überwachung begrenzt werden. Die Treuhandanstalt hat zwar einige Kontrollstrukturen eingerichtet, allerdings sprechen die in der Öffentlichkeit bekanntgewordenen Mißbrauchsfälle dafür, daß eine wirksame Kontrolle der beteiligten Akteure in vielen Fällen nicht durchgesetzt werden konnte<sup>44</sup>.

### 3.3 Der Privatisierungsaufwand

Die Privatisierungsstrategie der Treuhandanstalt, Eigentums- und Entscheidungsrechte auf dem Wege der Veräußerung vollständiger Unternehmen in den Händen strategischer Investoren zu konzentrieren und die Käufer in Verhandlungsverfahren mit Hilfe multipler Allokationskriterien auszuwählen, ermöglichte grundsätzlich effiziente Privatisierungsergebnisse. Den Vorteilen einer ex-post effizienten Allokation muß jedoch der Privatisierungsaufwand gegenübergestellt werden. Verhandlungsverfahren sind im Vergleich zu Auktionsverfahren zeit- und kostenaufwendig. Die Unternehmen müssen fallweise privatisiert werden, und der Verhandlungsaufwand ist hoch. Die Treuhandanstalt hat in den Jahren 1992 und 1993 rund 3 600 Mitarbeiter in ihrer Zentrale und den Niederlassungen beschäftigt. Unter Berücksichtigung der Mitarbeiter in den funktionalen Tochtergesellschaften wie der TLG sowie von Vollzeitberatern ergibt sich eine Gesamtzahl von rund 6 000 Mitarbeitern<sup>45</sup>. Der Personalaufwand der Treuhandanstalt und ihrer Niederlassungen wird in den Jahren 1990 bis 1994 mit 1 355 Mill. DM angegeben<sup>46</sup>.

Wichtiger als der unmittelbare Kostenaufwand von Verhandlungsverfahren ist der Zeitaufwand. Im Vergleich zu Verfahren der Massenprivatisierung (Voucher, Auktionen usw.) ist der Zeitaufwand von Verhandlungsverfahren

<sup>38</sup> Vgl. Hax (1992), S. 145.

<sup>39</sup> Vgl. zur Definition komplexer Verträge Williamson (1985), S. 69–72.

<sup>40</sup> Für eine spieltheoretische Analyse bilateraler Privatisierungsverhandlungen vgl. Brücker (1995), S. 132–157.

<sup>41</sup> Schumpeter (1980), S. 140.

<sup>42</sup> Vgl. Härtel et al. (1992).

<sup>43</sup> „(...) hinreichende Maßstäbe für die Formulierung der Leistungsziele und ihre Gewichtung sowie die Bewertung der Zielerreichung (fehlen).“ Bundesrechnungshof lt. Handelsblatt (1992), S. 6.

<sup>44</sup> Vgl. die Chronik der bekanntgewordenen Mißbrauchsfälle von Kampe (1993).

<sup>45</sup> Vgl. Treuhandanstalt (1994e), S. 206.

<sup>46</sup> Vgl. Treuhandanstalt (1993); Treuhandanstalt (1994d); Treuhandanstalt (1995).



grundsätzlich höher. Dieser Zeitaufwand verursacht Kosten: Erstens fallen unter der Annahme, daß die Rentabilität staatlicher Unternehmen geringer als von privaten Unternehmen ist, ceteris paribus mit jeder Verzögerung der Privatisierung Kosten in Form eines geringeren Residual Einkommens an. Zweitens führt die Verzögerung von Sanierungsinvestitionen zu einer weiteren Entwertung des bestehenden Kapitalstocks. Der Investitionsumfang wurde dem Sanierungsbedarf der Treuhandunternehmen nicht gerecht (vgl. Abschnitt 4).

Die zeitliche Verzögerung der Privatisierung durch den Einsatz von Verhandlungsverfahren ist jedoch im ostdeutschen Fall nicht sehr hoch anzusetzen: Die Treuhandanstalt verfügte nicht nur über die personellen und materiellen Ressourcen, eine Verhandlungsstrategie umzusetzen, es stand auch im Vergleich zu anderen Transformationsländern eine hohe Zahl von Kaufinter-

senten bereit. Die Treuhandanstalt hat die Privatisierung ihrer Unternehmen innerhalb von fünf Jahren nach ihrer Gründung fast vollständig beendet, zwei Drittel der Privatisierungsverfahren waren bereits nach zwei Jahren abgeschlossen. Die Durchführung von Massenprivatisierungsprogrammen, wie die Erfahrungen anderer Länder zeigen, nimmt ebenfalls mindestens zwei Jahre in Anspruch.

### 3.4 Ergebnisse der Privatisierung

Die Treuhandanstalt hat bis zu ihrer Auflösung Ende 1994 53 vH ihrer mittleren und großen Unternehmen vollständig und mehrheitlich privatisiert und weitere 13 vH an frühere Eigentümer und die Kommunen übertragen. Die kleine Privatisierung, also die Privatisierung von Ladengeschäften, Gaststätten, Hotels, Kinos usw. wurde bereits 1991 abgeschlossen (vgl. Tabelle 1). Die privatisierten,

Tabelle 1

#### Privatisierungsstand zum 31. Dezember 1994

	Anzahl	vH
<b>I. Kleine Privatisierung<sup>1)</sup></b>		
Gesamtzahl der Objekte	23 422	100,0
Privatisierte Objekte	15 250	65,1
davon: Ladengeschäfte	10 740	45,9
Gaststätten/Hotels	2 300	9,8
Apotheken	1 417	6,0
Buchhandlungen	475	2,0
Kinos	318	1,4
Geschlossen/aus sonstigen Gründen nicht privatisiert <sup>2)</sup>	8 172	34,9
<b>II. Ehemalige Volkseigene Unternehmen und Kombinate</b>		
<i>Gesamtportfolio</i>	13 815	
Durch Fusion/Aufspaltung aufgelöst	328	
Bergwerkseigentum (Rechte)	502	
THA-Vermögensteile	484	
Treuhandbeteiligung in Prüfung	1	
Sonstige Gesellschaften außerhalb des Bruttobestandes	146	
<i>Gesamt (Bruttobestand)</i>	12 354	100,0
Vollständig und mehrheitlich privatisiert	6 546	53,0
davon: vollständig privatisiert	6 321	51,2
mehrheitlich privatisiert	225	1,8
Reprivatisierungen	1 588	12,9
Vorläufige Besitzeinweisungen	45	0,4
Kommunalisierungen	265	2,1
Abgeschlossene Liquidationen	157	1,3
<i>Bestandsabbau<sup>3)</sup></i>	8 601	69,6
<i>Bestand</i>	3 753	30,4
darunter: Liquidation/Gesamtvollstreckung in Bearbeitung	3 561	28,8
<i>Nettobestand</i>	192	1,6
darunter: Management-KG	63	0,5
Investitionszusagen (in Mrd. DM)	211,1	
Beschäftigungszusagen	1 508 000	
<p><sup>1)</sup> Stand am Abschluß der kleinen Privatisierung zum 30. Juni 1991. — <sup>2)</sup> Meist Mietvertragskündigungen, fehlende Überleitung der Kommunen und privaten Vermieter. — <sup>3)</sup> Die Treuhandanstalt rechnet (anders als hier) alle Unternehmen, die liquidiert werden sollen, nicht zu ihrem Unternehmensbestand.</p> <p><i>Quellen:</i> Bundesminister der Finanzen, Bericht über ein Jahr Tätigkeit der Treuhandanstalt, Bonn, 29. Oktober 1991; Treuhandanstalt: THA-Unternehmensbestand, Berlin, 30. Dezember 1994; FAZ: Aus einer Treuhandanstalt werden vier Gesellschaften, Nr. 302, 29. Dezember 1994, S. 10.</p>		

Tabelle 2

## Ergebnisse aus der Privatisierung der Treuhandunternehmen

	zum 31.7.1990	zum 31.12.1991	zum 31.12.1992	zum 31.12.1993	zum 31.12.1994
in Mill. DM					
Ausgangswert des Anteilsbesitzes zum 1.7.1990 <sup>1)</sup>	78 909	77 838	77 611	76 102	76 301
Zugänge und Wertberichtigungen <sup>2)</sup>	-	596	1 437	1 139	-662
Korrigierter Ausgangswert des Anteilsbesitzes	78 909	78 432	79 048	77 241	75 639
Abgang durch Privatisierung in vH des Anteilsbesitzes	-	-11 814 15,1	-19 415 24,6	-25 134 32,5	-29 567 39,1
Abgang durch Kommunalisierung und Reprivatisierung in vH des Anteilsbesitzes	-	-6 428 8,2	-10 832 13,7	-13 243 17,1	-13 591 18,0
Abgang durch Abwicklung in vH des Anteilsbesitzes	-	-14 622 18,6	-15 797 20,0	-18 806 24,3	-25 296 33,4
Verbliebener Anteilsbesitz der THA in vH des Anteilsbesitzes	78 909 100,0	45 568 58,1	33 004 41,9	20 058 26,0	7 185 9,5
in Mill. DM					
Privatisierungserlöse		13 773	19 630	23 419	36 953
davon: Unternehmen		11 801	16 001	18 083	29 270
in vH des Buchwertes		99,9	82,4	71,9	99,0
sonst. Vermögenswerte	-	1 972	3 629	5 180	7 547
in Tausend					
Beschäftigte in THA-Unternehmen <sup>3)</sup>	4 080 <sup>6)</sup>	1 372	408	186	66
in Ex-THA-Unternehmen <sup>4) 5)</sup>	-	285	1 047	962	930
Summe	4 080 <sup>6)</sup>	1 657	1 455	1 148	996
<p><sup>1)</sup> Lt. korrigierter DM-Eröffnungsbilanz; Anteilsbesitz ohne land- und forstwirtschaftliches Vermögen, Bergwerkseigentum, übriges Sachvermögen und Forderungen der THA gegen Treuhandunternehmen. — <sup>2)</sup> Zugänge durch Kapitalzuführungen und Direktübernahme von Holdinggesellschaften; ohne Bergwerkseigentum; Wertberichtigungen auf Management-KGs, Unternehmen in Privatisierung und Unternehmen der TLG; Kapitalherabsetzung. — <sup>3)</sup> Ab 1992 ohne THA-Unternehmen in Liquidation. — <sup>4)</sup> Auf Umfragen gestützte Schätzung des IAB. — <sup>5)</sup> Nur vollständig privatisierte Unternehmen. — <sup>6)</sup> Zum 1. Januar 1990.</p> <p>Quellen: Treuhandanstalt (1993); (1994a); (1995); Söstra/IAB (1994); eigene Berechnungen.</p>					

reprivatisierten und kommunalisierten Unternehmen repräsentieren 57 vH des Kapitalstocks der Treuhandbeteiligungen<sup>47</sup>. Der Anteil der Treuhandunternehmen an der Gesamtbeschäftigung in Ostdeutschland sank von knapp 50 vH im Frühjahr 1990 auf reichlich 1 vH Ende 1994. Die bei der Treuhandanstalt und ihren Nachfolgeorganisationen verbliebenen Unternehmen werden überwiegend liquidiert (vgl. Tabelle 2)<sup>48</sup>. Die Treuhandanstalt hat damit ihr ordnungspolitisches Ziel, den Anteil des Staates an der gewerblichen Wirtschaft zurückzuführen, trotz der Strategie einer fallweisen Privatisierung vergleichsweise schnell erreicht.

Die Effizienz der Privatisierungsstrategie der Treuhandanstalt kann jedoch auf der Grundlage des vorliegenden Materials schwer bewertet werden. Die Privatisierungserlöse beliefen sich nach den Jahresabschlüssen der Treuhandanstalt auf 36 953 Mill. DM<sup>49</sup>. Diese Summe entspricht etwa dem Buchwert des Anlagevermögens nach den DM-Eröffnungsbilanzen. Die Privatisierungserlöse erreichten in den Geschäftsjahren 1990/1991: 99 vH, 1992: 55 vH, 1993: 36 vH und 1994: 253 vH des Nettoeigen-

kapitals der privatisierten Unternehmen nach den DM-Eröffnungsbilanzen<sup>50</sup>. Die vergleichsweise hohen Privatisierungserlöse des Jahres 1994 erklären sich durch die Privatisierung der Energie- und Wasserversorgungsunternehmen<sup>51</sup>. Aufgrund des Vorsichtsprinzips im deutschen Bilanzrecht und der starken Anreize im DM-Eröffnungsbilanzgesetz, den Wert der Unternehmen niedrig anzusetzen, ist es plausibel, daß der Verkehrswert der Treuhand-

<sup>47</sup> Gemessen am Nettoeigenkapitalwert nach den DM-Eröffnungsbilanzen.

<sup>48</sup> Von dem bei der Treuhandanstalt zum 31. Dezember 1994 verbliebenen Anlagevermögen in Höhe von 7 185 Mill. DM entfallen 5 588 Mill. DM auf die deutsche Kreditbank AG, die vollständig in Bundesbesitz übergeht, 1 100 Mill. DM auf noch zu kommunalisierende und reprivatisierende Unternehmen, 10 Mill. DM auf Unternehmen, die der TLG übertragen werden, und 487 Mill. DM auf noch zu privatisierende Unternehmen. Treuhandanstalt (1995).

<sup>49</sup> Treuhandanstalt (1993); (1994a); (1995).

<sup>50</sup> Eigene Berechnungen nach den Jahresabschlüssen der Treuhandanstalt.

<sup>51</sup> Treuhandanstalt (1995), S. 20.

unternehmen deutlich über ihren Buchwerten in den DM-Eröffnungsbilanzen lag<sup>52</sup>.

Die niedrigen Privatisierungserlöse sind jedoch noch kein Indikator für eine geringe Effizienz der Privatisierungsstrategie: Die Treuhandanstalt ordnete die Realisierung von Privatisierungserlösen eindeutig dem Ziel einer effizienten Allokation unter. Den Käufern wurden erhebliche Subventionen in Form von Preisabschlägen im Austausch für Investitions- und Beschäftigungszusagen überlassen. Der Umfang dieser Subventionen ist nicht bekannt. Auch kann die Gegenleistung der Investoren für die Preisnachlässe schwer bewertet werden. Insgesamt vereinbarte die Treuhandanstalt Investitionszusagen in Höhe von 211 Mrd. DM und Beschäftigungszusagen in Höhe von 1,5 Mill. Arbeitsplätzen<sup>53</sup>. Von den Investitionszusagen wurden 74 vH vertraglich abgesichert und 56 vH mit Vertragsstrafen belegt, von den Beschäftigungszusagen 68 vH vertraglich abgesichert und 52 vH mit Vertragsstrafen belegt<sup>54</sup>. Der Wert der nicht durch Vertragsstrafen abgesicherten Investitions- und Beschäftigungszusagen ist zweifelhaft. In diesen Fällen wurden von der Treuhandanstalt starke Anreize geschaffen, durch verzerrte Angaben Renten in Form von Preisabschlägen zu erzielen. Darüber hinaus wird die Allokationseffizienz der Privatisierung durch verzerrte Angaben beeinträchtigt. Nach den Erhebungen der Treuhandanstalt und ihrer Nachfolgeorganisation, der Bundesanstalt für vereinigungsbedingte Sonderaufgaben (BVS), wurden die vertraglich abgesicherten Investitions- und Beschäftigungszusagen im Durchschnitt deutlich überschritten<sup>55</sup>. Das Überschreiten der Investitions- und Beschäftigungszusagen läßt jedoch auch keine Rückschlüsse auf die Effizienz der Verhandlungsstrategie der Treuhandanstalt zu. Es kann auch ein Indikator für zu weiche Vertragsbedingungen und Mitnahmeeffekte der Käufer sein (vgl. Abschnitt 4.2).

Insgesamt läßt das empirische Material keine Schlußfolgerungen für die Effizienz der Privatisierungsstrategie der Treuhandanstalt zu, weil weder die Höhe der Leistungen der Treuhandanstalt in Form von Preisnachlässen und anderen Zuwendungen bekannt ist, noch die Gegenleistung der Investoren bewertet werden kann.

#### 4. Die Sanierungsstrategie

Die Treuhandanstalt hat ihre Geschäftsstrategie mit allgemeinen Formeln wie „schnelle Privatisierung entschlossene Sanierung — behutsame Stilllegung“<sup>56</sup> oder „Privatisierung ist die wirksamste Sanierung“<sup>57</sup> umschrieben. Tatsächlich zeichnete sich die Geschäftspolitik der Treuhandanstalt durch keine konsistente Sanierungsstrategie aus. Die Treuhandanstalt setzte zwar die Selektionsfunktion des Kapitalmarktes unter Aufwendung erheblicher Mittel außer Kraft, zögerte aber, die Sanierung ihrer Unternehmen aktiv zu begleiten und die Durchführung von Sanierungsinvestitionen zu finanzieren (vgl. Abschnitt 4.1). Insgesamt wurden Sanierungsinvestitionen nur zurückhal-

tend finanziert, stattdessen wurden Investitionen und Beschäftigung in den privatisierten Unternehmen subventioniert. Die Verhandlung und Durchsetzung von Investitions- und Beschäftigungszusagen führt jedoch zu nicht-trivialen Transaktionskosten (vgl. Abschnitt 4.2). Dieses Verfahren wirft die Frage auf, ob die Treuhandanstalt anstelle der Subventionierung privater Sanierungsmaßnahmen nicht wirksamer die Unternehmen selbst hätte sanieren können (vgl. Abschnitt 4.3).

#### 4.1 Bürokratische Selektion

Unter den Preis- und Kostenbedingungen nach der Wirtschafts- und Währungsunion machte die Mehrheit der Treuhandunternehmen hohe Verluste (vgl. Abschnitt 2). Die Treuhandanstalt hat darauf zunächst mit der Zahlung von globalen Liquiditätsbürgschaften reagiert<sup>58</sup>. 1991 erreichte die Summe der Bürgschaften mit 27,5 Mrd. DM ihr Maximum, von denen die Unternehmen rund 23 Mrd. DM für Kredite in Anspruch nahmen<sup>59</sup>. Hinzu kamen zweckgebundene Exportbürgschaften über weitere 3 Mrd. DM. Das Volumen der nichtzweckgebundenen Global- und Einzelbürgschaften sank in den Folgejahren auf 23,9 Mrd. DM (1992) und 17,6 Mrd. DM (1993) (vgl. Tabelle 3). Die Finanzierung der Unternehmen durch Bürgschaften wurde sukzessive durch zweckgebundene Gesellschafterdarlehen abgelöst und die pauschale Überlebensgarantie durch ein bürokratisches Verfahren der Überprüfung der Sanierungsfähigkeit ersetzt. Die von der Treuhandanstalt als sanierungsfähig eingestuften Unternehmen wurden entschuldet und mit dem branchenüblichen Eigenkapital ausgestattet. Bis zum 31. Dezember 1994 wurden auf diesem Weg von der Treuhandanstalt Altkredite in Höhe von rund 73 Mrd. DM übernommen<sup>60</sup>. Die Kosten dieser Zuwendungen wurden aus öffentlichen Mitteln getragen, die Treuhandanstalt selbst unterlag einer weichen Budgetschränke<sup>61</sup>.

<sup>52</sup> Vgl. hierzu ausführlich Brücker (1995), S. 265-287.

<sup>53</sup> BVS (1995a), S. 2.

<sup>54</sup> BVS (1995a), S. 6-7.

<sup>55</sup> 1994 wurden bei den kontrollierten Verträgen die Investitionszusagen im Durchschnitt um 40 vH und die Beschäftigungszusagen im Durchschnitt um 20 vH überschritten. BVS (1995b), S. 2.

<sup>56</sup> Vgl. Treuhandanstalt (1991b). Die Formulierung geht auf einen Brief des Treuhandpräsidenten Detlev Rohwedder (1991) an die Mitarbeiter der Treuhandanstalt kurz vor seiner Ermordung im April 1991 zurück.

<sup>57</sup> Rohwedder (1991).

<sup>58</sup> Globalbürgschaften wurden in der ersten Phase ohne nähere Prüfung bis zu einer Höhe von 40 vH der verlangten Summe gewährt.

<sup>59</sup> Treuhandanstalt (1993); (1994a).

<sup>60</sup> Vgl. Treuhandanstalt (1993); (1994a); (1995); BVS (1995a).

<sup>61</sup> Der Bundesfinanzminister ging durch eine harte Patronatserklärung die Verpflichtung ein, für alle Verbindlichkeiten der Treuhandanstalt aufzukommen. Der Finanzrahmen der Treuhandanstalt wurde in Form von Kredit- und Bürgschaftsermächtigungen auf Verlangen der Treuhandanstalt mehrfach erweitert. Vgl. Brücker (1995), S. 216-218.

Tabelle 3

## Zuwendungen der Treuhandanstalt an ihre Beteiligungsunternehmen

	31.12.1991	31.12.1992	31.12.1993	31.12.1994
	in Mill. DM			
Einzel- und Globalbürgschaften	27 545	23 917	17 638	k.A.
Haftung für Warenkredite/Exportstützungen	1 694	2 560	2 606	k.A.
Zwischenfinanzierung Außenhandelsbetriebe	1 343	2 288	-	k.A.
Ausgereichte Gesellschafterdarlehen	19 940	30 685	43 200	45 813
davon: Verzinsliche Darlehen	13 200	16 478	12 751	k.A.
Unverzinsliche Darlehen	6 740	14 207	30 449	k.A.
Wertberichtigung und Abzinsung	11 574	22 025	36 340	31 317
Verbliebene Gesellschafterdarlehen	8 366	8 669	6 860	14 496
Ausgleichsforderungen nach § 24 DM-BilG	15 534	15 076	12 851	311
Übernahme von Altkrediten	49 922	56 682	63 100	73 000

*Quellen:* Treuhandanstalt (1993); (1994a); (1995); eigene Berechnungen.

Mit den Mitteln der Treuhandanstalt wurden überwiegend alte Schulden abgelöst und Verluste aus dem laufenden Geschäft gedeckt. Die Finanzierung von Investitionen und eine aktive Sanierungsbegleitung wurde von der Treuhandanstalt zunächst abgelehnt. Auch die Selbstfinanzierung von Investitionen durch die Unternehmen wurde durch einen Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte beschränkt<sup>62</sup>. Unter dem Druck des Produktions- und Beschäftigungseinbruchs wurde die Sanierungspolitik mehrfach verändert, aber keine konsistente Strategie entwickelt<sup>63</sup>. Die aktive Sanierung durch die Treuhandanstalt beschränkte sich auf selektive Maßnahmen, die teils in Form von gemeinsamen Sanierungsprojekten mit den Ländern, teils in Form von eigens für die Sanierung von Unternehmen gegründeten Holdinggesellschaften (Management-Kommanditgesellschaften) durchgeführt wurden. Die Management-Kommanditgesellschaften repräsentierten jedoch nur 2,2 vH des Kapitalstocks der Treuhandbeteiligungen. Angesichts der insgesamt restriktiven Sanierungspolitik erreichten die Investitionen der Treuhandunternehmen nur die Hälfte der Investitionssumme privater Unternehmen<sup>64</sup>.

Hinter den Zuwendungen der Treuhandanstalt stand ohne Zweifel das Kalkül, die politischen Kosten des Produktions- und Beschäftigungseinbruchs nach der Wirtschafts- und Währungsunion zu begrenzen<sup>65</sup>. Die Sicherung des Überlebens der ostdeutschen Unternehmen und das bürokratische Selektionsverfahren kann jedoch auch mit Effizienzargumenten begründet werden: Die ökonomische Rationalität bestand darin, Zeit zu kaufen. Unmittelbar nach der Wirtschafts- und Währungsunion waren die Finanzmärkte, d.h. in erster Linie die westdeutschen Geschäftsbanken, aufgrund unvollkommener Information und hoher Ungewißheit nicht in der Lage, zwischen überlebensfähigen und nicht-überlebensfähigen Unternehmen der Treuhandanstalt zu unterscheiden. Aus Sicht der Kreditgeber war es deshalb rational, die Kreditvergabe auf einen Zeitpunkt zu verschieben, an dem aus-

reichende Informationen für eine Abschätzung der Chancen und Risiken vorliegen. Ein Krediteinbruch nach der Wirtschafts- und Währungsunion hätte jedoch unvermeidlich zu einem Zusammenbruch des Zahlungsverkehrs zwischen den ostdeutschen Unternehmen geführt und den Konkurs der meisten, d.h. auch der wirtschaftlich überlebensfähigen Treuhandunternehmen ausgelöst. Dies hätte wiederum zu einer weiteren Entwertung des Sachkapitals und des Humankapitals der Beschäftigten geführt, weil firmenspezifische Kapitalanlagen ihren Wert nur dann erhalten können, wenn die Unternehmen weitergeführt werden. Darüber hinaus wären unter der Annahme positiver Externalitäten von industrieller Agglomeration zusätzliche Kosten für den Eintritt neuer Unternehmen entstanden.

Die Treuhandanstalt war in der ersten Phase nach der Währungsunion genauso schlecht wie die Finanzmärkte über die wirtschaftliche Überlebensfähigkeit ihrer Unternehmen informiert. Sie unterlag aber einem anderen Entscheidungskalkül: Die Schließung ihrer Unternehmen hätte zugleich auch die Option auf künftige Investitionen in die betroffenen Unternehmen liquidiert. Die Aufgabe einer Option verursacht jedoch Kosten<sup>66</sup>. Es war deshalb durchaus rational, bei der gegebenen Ungewißheit das Überleben der Unternehmen zu finanzieren, um die Option für eine künftige Privatisierung und Sanierung zu erhalten.

Der Sachverständigenrat hat mehrfach den Vorschlag unterbreitet, die Entscheidung über das Überleben von Unternehmen auf den privaten Sektor zu übertragen. Das

<sup>62</sup> Vgl. Treuhandanstalt (1991d).

<sup>63</sup> Auch innerhalb der Treuhandanstalt wurden unterschiedliche Sanierungspolitiken verfolgt. Vgl. hierzu die Kritik des Bundesrechnungshofs (1993), S. 182-188.

<sup>64</sup> Vgl. DIW, IfW (1992), S. 718.

<sup>65</sup> Vgl. zu dem politischen Kalkül der Abfederung des Produktions- und Beschäftigungseinbruchs Schrettl (1993); Schmidt (1995).

<sup>66</sup> Vgl. Pindyck (1991); Dixit/Pindyck (1993).

Kriterium für die Überlebensfähigkeit eines Unternehmens solle seine Privatisierungsfähigkeit sein<sup>67</sup>. Mit diesem Vorschlag wurde der Zeitbedarf der Privatisierung unterschätzt. Wenn heute kein Gebot für ein Unternehmen vorliegt, kann möglicherweise morgen eines eintreffen. Die Schließung eines Unternehmens, für das heute kein Gebot vorliegt, führt zur Aufgabe einer künftigen Privatisierungsoption und verursacht damit Opportunitätskosten. Unter den Bedingungen von Ungewißheit und unvollkommener Information wären von der einmaligen Versteigerung aller Unternehmen und der nachfolgenden Schließung aller nichtprivatisierten Unternehmen deshalb keine effizienten Ergebnisse zu erwarten gewesen (vgl. auch Abschnitt 3).

Angesichts des Zeitbedarfs der Privatisierung gab es zur Finanzierung von Erhaltungssubventionen nach der Wirtschafts- und Währungsunion keine Alternative, wenn der Zusammenbruch der Unternehmen vermieden werden sollte. Die Treuhandanstalt versuchte durch eine Überprüfung der Sanierungsfähigkeit ihrer Unternehmen die Kosten des Wartens zu verringern. Mit einem bürokratischen Prüfungsverfahren verbesserte sie ihren Informationsstand und liquidierte diejenigen Unternehmen, die als nicht sanierungs- und privatisierungsfähig eingestuft wurden. Angesichts der politischen Kosten von Unternehmensschließungen, starker Anreize des Managements der betroffenen Unternehmen, Informationen zu verzerren, um die Überlebenschancen für ihre Unternehmen zu erhöhen, und beschränkter Kapazitäten der Treuhandanstalt war bei diesem Verfahren Bürokratieversagen und die Erhaltung nicht überlebensfähiger Unternehmen im großen Umfang zu erwarten. Zudem werden unter den Bedingungen einer weichen Budgetschränke die Anreize des Managements der Unternehmen verzerrt. Diese Kosten einer unvollkommenen Auswahl sanierungsfähiger Unternehmen durch die Bürokratie der Treuhandanstalt müssen jedoch die Kosten der unmittelbaren Liquidation von Unternehmen bei der Durchsetzung einer harten Budgetschränke und einer Selektion über die Kapitalmärkte gegenübergestellt werden.

Es ist eine offene Frage, ob die Ineffizienz eines bürokratischen Selektionsverfahrens nicht durch ein allgemeines und degressiv gestaffeltes Subventionsschema hätte umgangen werden können. Ein solches Subventionsschema für Löhne und Investitionen wurde vom DIW vorgeschlagen<sup>68</sup>. Das Problem eines allgemeinen Subventionsschemas besteht darin, daß die Sanierungskosten und -erträge der Unternehmen im Zeitablauf variieren. Unternehmen, deren Sanierung langfristig effizient gewesen wäre, hätten u.U. mit den pauschalen Lohn- oder Investitionssubventionen kurzfristig nicht überleben können, während Unternehmen, deren Sanierung langfristig nicht effizient gewesen wäre, kurzfristig am Leben erhalten worden wären<sup>69</sup>. Diese Ineffizienzen hätten durchaus geringer als bei einer bürokratischen Selektion sein können. Die Frage ist jedoch, ob die Treuhandanstalt ein allgemeines Subventionsschema hätte glaubwürdig durchsetzen kön-

nen. Die unbestreitbare Ineffizienz eines allgemeinen Subventionsschemas in Einzelfällen hätte dazu geführt, daß die Unternehmen über die allgemeinen Subventionen hinaus zusätzliche Zuwendungen verlangt hätten. Es ist unwahrscheinlich, daß die Treuhandanstalt die Zahlung zusätzlicher Subventionen gegenüber Unternehmen verweigert hätte, die ihre Sanierungsfähigkeit plausibel hätten belegen können. In diesem Falle wäre aber die Glaubwürdigkeit des allgemeinen Subventionsschemas in Frage gestellt worden und es hätte erneut ein bürokratisches Prüfungsverfahren mit den oben beschriebenen Ineffizienzen eingesetzt.

#### 4.2 Transaktionskosten der Sanierungsverträge

Getreu der Formel „Privatisierung ist die wirksamste Sanierung“ verzichtete die Treuhandanstalt weitgehend auf eine aktive Sanierung ihrer Unternehmen, stattdessen überließ sie den privaten Käufern Subventionen in Form von Preisabschlägen und anderen Zuwendungen im Austausch gegen Beschäftigungs- und Investitionszusagen. Wie in Abschnitt 3.2 gezeigt wurde, war ein Teil dieser Subventionen notwendig, um die Kaufinteressenten zur wahrheitsgemäßen Offenlegung ihrer Investitions- und Beschäftigungspläne zu veranlassen. Die Subventionen der Treuhandanstalt gingen jedoch über die Zahlung von Informationsprämien hinaus: Es wurden Investitions- und Beschäftigungsniveaus subventioniert, die nach privaten Kriterien nicht rentabel waren. Die Höhe dieser Subventionen wurde in den Privatisierungsverträgen zwar nicht ausgewiesen, nach den vorhandenen Informationen handelte es sich jedoch um beträchtliche Summen: Allein in drei Privatisierungskomplexen — den Werften in Mecklenburg-Vorpommern, dem EKO-Stahlwerk in Eisenhüttenstadt und Carl Zeiss Jena — vereinbarte die Treuhandanstalt Zuwendungen in einer Gesamthöhe von 11 bis 12 Mrd. DM<sup>70</sup>.

Die Subventionierung von Investitionen und Beschäftigung in Ostdeutschland kann mit positiven externen Effek-

<sup>67</sup> Sachverständigenrat (1990), TZ 514–517; Sachverständigenrat (1991), S. 21; vgl. auch Siebert (1992), S. 117.

<sup>68</sup> Vgl. DIW (1991).

<sup>69</sup> Das vom DIW vorgeschlagene Subventionsmodell trägt diesem Problem insofern Rechnung, als daß sich bei einer Eigenbeteiligung der Unternehmen in Höhe von 20 vH Kreditinstitute und Treuhandanstalt jeweils mit 40 vH an der Investitionssumme beteiligen sollten (DIW, 1991, S. 577). Hier stellt sich jedoch bei hoher Ungewißheit weiterhin das Problem des Marktversagens der Kreditmärkte.

<sup>70</sup> Die Zuwendungen zu den Werften belaufen sich auf 5,8 Mrd. DM, für EKO auf 2 Mrd. DM und Carl Zeiss Jena auf etwa 4 Mrd. DM.

ten begründet werden<sup>71</sup>. Die Verhandlung und Durchsetzung von Investitions- und Beschäftigungszusagen in Privatisierungsverträgen verursacht jedoch Transaktionskosten. Die Informationen über die privaten Kosten eines bestimmten Investitions- und Beschäftigungsniveaus sind zwischen dem privaten Investor und der Treuhandanstalt asymmetrisch verteilt. Die Treuhandanstalt muß deshalb dem privaten Investor einen Teil der Subventionen als Informationsrente überlassen.

Eine Analyse des Vertragsproblems der Treuhandanstalt muß zwischen der Situation vor und nach Vertragsabschluß unterscheiden. Ex ante war die Treuhandanstalt dem Problem ausgesetzt, daß der Kaufinteressent die Sanierungskosten verzerren konnte, um möglichst hohe Zuwendungen von der Treuhandanstalt zu erhalten. Die Informationsrente des Kaufinteressenten vor Vertragsabschluß wurde jedoch durch Käuferwettbewerb beschränkt: Bei vollkommenem Käuferwettbewerb ist es rational, wahrheitsgemäß die privaten Sanierungskosten anzugeben. Da der Käuferwettbewerb bei den Privatisierungen der Treuhandanstalt häufig unzureichend war, bestanden jedoch erhebliche Spielräume für die Aneignung von Informationsrenten. Die Übererfüllung der Investitions- und Beschäftigungszusagen deutet darauf hin, daß von den Käufern Preisabschläge und andere Zuwendungen mitgenommen werden konnten, ohne daß dafür Gegenleistungen in Form zusätzlicher, über das private Gewinnoptimum hinausgehender Investitionen und Beschäftigung erbracht wurden (vgl. Abschnitt 3.4).

Während das Informationsproblem vor Vertragsabschluß durch Käuferwettbewerb begrenzt werden kann, verwandelt sich ex post die Beziehung zwischen Treuhandanstalt und dem Investor in ein bilaterales Monopol. Ein Investor, der die vereinbarten Investitions- und Beschäftigungszusagen nicht erfüllt, wird seinen Informationsvorsprung nutzen und geltend machen, daß sich die Geschäftslage des Unternehmens gegenüber dem Vertragsabschluß verschlechtert habe und er bei Durchsetzung der vereinbarten Vertragsstrafe in den Konkurs getrieben werde. Die Treuhandanstalt und ihre Nachfolgeorganisationen stehen in diesem Falle vor einem strategischen Dilemma: Wird die Vertragsstrafe durchgesetzt, besteht das Risiko eines Konkurses, wird aber auf die Durchsetzung verzichtet, geht nicht nur die vereinbarte Kompensationsleistung verloren, sondern darüber hinaus verlieren die vereinbarten Vertragsstrafen auch ihre Glaubwürdigkeit gegenüber anderen Investoren. Derartige Vertrags- und Informationsbedingungen lassen sich spieltheoretisch analysieren<sup>72</sup>. Unter den Laborbedingungen der Spieltheorie müßte die Treuhandanstalt dem Investor für die Durchführung der vereinbarten Investitions- und Beschäftigungszusagen nicht nur die Kosten ersetzen, sondern zusätzlich noch eine Informationsrente überlassen, um Anreize für eine wahrheitsgemäße Offenlegung der tatsächlichen Geschäftslage zu schaffen. Diese Informationsrente muß bei der Vereinbarung des Investitions-

und Beschäftigungsniveaus berücksichtigt werden, so daß es rational ist, gegenüber der *First-best*-Lösung in einer Welt ohne Transaktionskosten ein niedrigeres Investitions- und Beschäftigungsniveau zu wählen. Die Subventionierung von Investitionen und Beschäftigung in privatisierten Unternehmen führt also zu Kosten in Form von Informationsrenten sowie einer Verzerrung der Allokation gegenüber einer *First-best*-Lösung<sup>73</sup>.

#### 4.3 Privatisierung versus Sanierung

Die Mitnahmeeffekte von Subventionen für private Investitions- und Beschäftigungszusagen werfen die Frage auf, ob es nicht effizient gewesen wäre, wenn die Treuhandanstalt diese Gelder für eine eigenständige Sanierung ihrer Unternehmen verwendet hätte. Die Treuhandanstalt steht jedoch bei der Sanierung ihrer Beteiligungsunternehmen ebenfalls vor Informationsproblemen. Diese Probleme beziehen sich sowohl auf eine effiziente Allokation knapper Investitionsmittel zwischen den Unternehmen als auch den effizienten Einsatz der Mittel in den Unternehmen:

Das Interesse des Managements der Treuhandunternehmen richtet sich auf das Überleben und die Expansion ihrer Unternehmen. Da sie die Sanierungskosten nicht selbst tragen müssen, werden sie — im Unterschied zu einem privaten Investor — versuchen, die Sanierungskosten zu unterschätzen, um zusätzliche Mittel für Investitionen und Beschäftigung zu erreichen. Die Treuhandanstalt muß dem Manager deshalb eine Informationsrente, beispielsweise in Form einer Gewinnbeteiligung (oder in Form eines Bonus für die Verringerung von Verlusten) überlassen. Unter Berücksichtigung der Informationsrente wäre es bei einer Treuhandsanierung rational, ein Investitions- und Beschäftigungsniveau über der *First-best*-Lösung zu wählen<sup>74</sup>.

Neben dem Informationsproblem bei der Allokation der Investitionsmittel besteht jedoch bei einer Sanierung der Treuhandbeteiligungen zusätzlich noch ein Anreizproblem: Angesichts der weichen Budgetschränke der Unternehmen sind die Anreize eines Treuhandmanagers, die Rentabilität der Unternehmen zu erhöhen, geringer als die eines privaten Investors, der sein eigenes Kapital ein-

<sup>71</sup> Eine Analyse der Wohlfahrtseffekte von Investitions- und Beschäftigungssubventionen in Ostdeutschland übersteigt den Rahmen dieses Beitrages. Im Hinblick auf die Treuhandanstalt ist vom Bundesrechnungshof jedoch zu Recht kritisiert worden, daß bei der Gewährung von Subventionen keine oder zumindest keine konsistenten Kosten-/Nutzen-Abwägungen vorgenommen wurden. Vgl. Bundesrechnungshof (1993).

<sup>72</sup> Vgl. Brücker (1995), S. 338–350.

<sup>73</sup> Brücker (1995), S. 339–350.

<sup>74</sup> Vgl. Brücker (1995), S. 363–372.

setzt<sup>75</sup>. Es ist möglich eine geringere Rentabilität der Investitionen als bei einer privaten Sanierung zu erwarten<sup>76</sup>.

Die Treuhandanstalt stand deshalb bei der Sanierung ihrer Unternehmen vor einem doppelten Problem: Einerseits fehlten ihr die notwendigen Informationen, knappe Investitionsmittel effizient zwischen ihren Unternehmen zu allozieren, andererseits war bei den gegebenen Anreizstrukturen auch keine effiziente Verwendung dieser Mittel in den Unternehmen zu erwarten. Im statischen Vergleich hat die Subventionierung einer privaten Sanierung deshalb trotz der Informationsrente, die dem privaten Investor überlassen werden muß, Vorteile gegenüber einer Sanierung durch die Treuhandanstalt. Die Treuhandanstalt war jedoch mit einem dynamischen Problem konfrontiert. Mit jeder Verzögerung der Sanierung wurden Produktionskapazitäten und Arbeitsplätze abgebaut. Es ergab sich deshalb für die Treuhandanstalt ein *Trade-off* zwischen einem im Vergleich zur privaten Sanierung ineffizienten Kapitaleinsatz bei einer eigenständigen Sanierung und der Entwertung von Kapital durch den bei einer privaten Lösung unvermeidlichen Zeitverlust. Die Frage, ob die Treuhandanstalt nicht in stärkerem Umfang ihre Unternehmen selbst hätte sanieren sollen, kann deshalb aus theoretischer Perspektive nicht eindeutig entschieden werden.

Eine breit angelegte Sanierung von Unternehmen hätte anfangs schon an den institutionellen Strukturen der Treuhandanstalt scheitern müssen. Allein aufgrund der großen Zahl der Unternehmen war die Treuhandanstalt nicht in der Lage, die Allokation von Investitionsmitteln nach wirtschaftlichen Kriterien vorzunehmen und die Mittelverwendung in den Unternehmen zu überwachen. Erst mit den Management-KG wurde eine institutionelle Struktur geschaffen, die über die notwendigen organisatorischen Kapazitäten verfügte<sup>77</sup>. In den Management-KG wurden zehn bis fünfzehn Unternehmen mit einer Gesamtbeschäftigung von 10 000 bis 15 000 Mitarbeitern in einer Holding zusammengefaßt. Das Management der Holding hielt eine Minderheitsbeteiligung und wurde nach einem komplexen Anreizschema an der Privatisierungserlösen beteiligt. Auch hier mußte die Treuhandanstalt dem Management großzügige Renten überlassen, um Anreize für eine effiziente Verwendung des eingesetzten Kapitals zu schaffen.

## 5. Fazit

Die Privatisierungsstrategie der Treuhandanstalt kann unter der Berücksichtigung von Transaktionskosten mit ökonomischen Argumenten gerechtfertigt werden: Die Strategie, die Eigentumsrechte an den Unternehmen in der Hand strategischer Investoren zu konzentrieren, hat im Vergleich zu einer breiten Streuung von Eigentumsanteilen die Kosten der Unternehmenskontrolle und -finanzierung in den privatisierten Unternehmen gesenkt. Die Auswahl der Käufer durch Verhandlungsverfahren, in denen neben dem Verkaufspreis andere Allokationskriterien wie Geschäftspläne, Investitions- und Beschäftigungszusagen

zugrundegelegt wurden, ermöglichte unter den Annahmen von unvollkommener Information und beschränkter Rationalität der beteiligten Akteure eher eine effiziente Allokation der Unternehmen als eine Privatisierung durch Auktionsverfahren. Die Treuhandanstalt hat jedoch die Allokationseffizienz beeinträchtigt, indem nur gut die Hälfte der Investitions- und Beschäftigungszusagen durch Vertragsstrafen abgesichert wurde. Zweifelhaft ist auch, ob die Treuhandanstalt den diskretionären Handlungsspielräumen ihrer Mitarbeiter durch eine effektive Kontrolle Rechnung getragen hat.

Unter den Bedingungen von hoher Ungewißheit und unvollkommener Information nach der Wirtschafts- und Währungsunion gab es zur Zahlung von Erhaltungssubventionen an die Treuhandunternehmen zunächst kaum eine Alternative. Während es für private Kredit- und Kapitalgeber rational war, zu warten, bis ausreichende Informationen über Erträge und Risiken eines finanziellen Engagements vorliegen, mußte die Treuhandanstalt das Überleben ihrer Unternehmen sofort sichern, um die Option für eine künftige Privatisierung und Sanierung zu erhalten. Ohne Zweifel hat die bürokratische Selektion sanierungsfähiger Unternehmen in vielen Fällen zu ineffizienten Ergebnissen geführt. Den Kosten des Bürokratieversagens müssen jedoch die Opportunitätskosten des Marktversagens auf den Kapitalmärkten unter Ungewißheit gegenübergestellt werden.

Bei der Finanzierung von Sanierungsinvestitionen stand die Treuhandanstalt vor dem Dilemma, daß sie einerseits nicht über die notwendigen Informationen und Kapazitäten für eine effiziente Allokation von Investitionsmitteln zwischen ihren Unternehmen und die Überwachung einer effizienten Verwendung der Mittel in ihren Unternehmen verfügte, andererseits die Verzögerung von Investitionen aufgrund des Zeitbedarfs der Privatisierung eine Entwertung des Kapitalstocks bewirkte. Angesichts dieses *Trade-off* kann aus theoretischer Perspektive die Frage Sanierung *versus* Privatisierung nicht eindeutig entschieden werden. Es kann nur am Einzelfall diskutiert werden, ob nicht eine Sanierung durch die Treuhandanstalt, beispielsweise nach dem Modell der Management-KG, zu effizienten Ergebnissen geführt hätte. Es ist jedoch unwahrscheinlich, daß unter den gegebenen makroökonomischen Rahmenbedingungen und den unvermeidlichen Informations- und Kontrollproblemen der Treuhandanstalt, eine breit angelegte Sanierung der Treuhandunternehmen mit einem vertretbaren finanziellen Aufwand möglich gewesen wäre.

<sup>75</sup> Die Anreizstruktur eines Treuhandmanagers ist komplex und hängt auch von persönlichen Perspektiven wie die Aussicht auf einen Verbleib in dem Unternehmen ab. Im Durchschnitt sind die Anreize, Gewinne zu erwirtschaften, jedoch geringer als in privaten Unternehmen.

<sup>76</sup> Vgl. Brücker (1995), S. 360–380.

<sup>77</sup> Vgl. zu den Management-KG Schwalbach (1993), S. 207–208; Kern/Sabel (1993), S. 495–500; Brücker (1995), S. 251–254.

## Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. (1970): The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, pp. 488–500.
- Akerlof, George A., Andrew K. Rose, Janet L. Yellen, Helga Hes-senius (1991): East Germany In From the Cold: The Economic Aftermath of the Currency Union, in: Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, pp. 1–106.
- Alchian, Armen A. (1969): Corporate Management and Property Rights, in: Economic Policy and Regulation of Economic Policy, ed. Henry G. Manne, Washington D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- Alchian, Armen A., Harold Demsetz (1972): Production, Information Costs and Economic Organization, in: American Economic Review, Vol. 62, pp. 777–795.
- Arrow, Kenneth J. (1964): The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing, in: Revue of Economic Studies, Vol. 31, pp. 91–102.
- Arrow, Kenneth J. (1968): Optimal Capital Policy with Irreversible Investment, in: Value, Capital and Growth, Essays in Honor of Sir John Hicks, ed. James N. Wolfe, Edinburgh, Scotland: Edinburgh University Press (1968).
- Breuel, Birgit (1992): Die Rolle der Treuhandanstalt beim Umstrukturierungsprozeß in den neuen Ländern, in: Treuhandanstalt (Hrsg.): Entschlossen sanieren. Die Rolle der Treuhandanstalt im Umstrukturierungsprozeß in den neuen Ländern, Berlin: Treuhandanstalt.
- Brücker, Herbert (1995): Privatisierung in Ostdeutschland. Eine institutionenökonomische Analyse, Frankfurt/New York: Campus.
- Bundesrechnungshof (1993): Bemerkungen des Bundesrechnungshofes 1993 zur Haushalts- und Wirtschaftsführung, Bundestagsdrucksache 12/5650.
- BVS (1995a): Abschlußstatistik der Treuhandanstalt per 31. Dezember 1994, Berlin.
- BVS (1995b): Halbjahresbilanz der BVS — ein Beitrag zum Aufbau Ost, in: BVS-Report, Nr. 7/19.
- Coase, Ronald H. (1960): The Problem of Social Cost, in: Journal of Law and Economics, Vol. 3, pp. 1–44.
- DeAlessi, Louis (1980): The Economics of Property Rights: A Review of Evidence, in: Research in Law and Economics, Vol. 2, pp. 1–47.
- DeAlessi, Louis (1982): On the Nature and Consequences of Public and Private Enterprises, in: Minnesota Law Review, Vol. 7, pp. 191–209.
- Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel (1992): Gesamtwirtschaftliche und unternehmerische Anpassungsprozesse in Ostdeutschland. Siebter Bericht. Wochenbericht des DIW, Nr. 52, S. 709–739.
- DIW (1991): Subventionierung und Privatisierung durch die Treuhandanstalt. Kurswechsel erforderlich. Bearb.: Heiner Flassbeck, Gustav A. Horn, Wolfgang Scheremet und Rudolf Zwiener. Wochenbericht des DIW, Nr. 41, S. 575–579.
- Dluhosch, Barbara (1991): Privatisierung in den Neuen Bundesländern: Reaktionen der Kapital- und Gütermärkte, in: Wirtschaftsdienst, 71. Jg., S. 416–422.
- Dixit, Avinash K., Robert S. Pindyck (1993): Investment under Uncertainty, Princeton (New Jersey): Princeton University Press.
- Fama, Eugene F. (1983): Agency Problems and Residual Claims, in: Journal of Law and Economics, Vol. 26, pp. 327–349.
- Fama, Eugene F., Michael C. Jensen (1983): Separation of Ownership and Control, in: Journal of Law and Economics, Vol. 26, pp. 301–325.
- Fischer, Wolfram, Herbert Hax, Hans-Karl Schneider (1993): Die Treuhandanstalt. Das Unmögliche wagen, Berlin: Akademie Verlag.
- Frank, Gundolf (1993): Wirkungsanalyse der Subventionen in den neuen Bundesländern, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 63, S. 121–128.
- Furubotn, Eirik G., Svetozar Pejovich (1972): Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature, in: Journal of Economic Literature, Vol. 10, pp. 1137–1162.
- Gemeinschaftsdiagnose (1995): Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 1995. Wochenbericht des DIW, Nr. 15–16, S. 299–326.
- Grossmann, Sanford J., Oliver D. Hart (1980): Takeover Bids, the Free-Rider-Problem and the Theory of the Corporation, in: Bell Journal of Economics, Vol. 11, pp. 42–62.
- Härtel, Hans-Hagen et al. (1992): Institutionelle Ursachen von Wettbewerbsverzerrungen in den neuen Bundesländern, in: HWWA-Report, Nr. 92, Hamburg.
- Handelsblatt (1992): Rechnungshof mahnt gründliche Revision an, in: Handelsblatt, Nr. 244, S. 6.
- Hart, Oliver D. (1995): Corporate Governance: Some Theory and Implications, in: Economic Journal, No. 105, pp. 678–689.
- Hax, Herbert (1992): Privatization Agencies: The Treuhand Approach, in: Horst Siebert (ed.): Privatization. Symposium in Honor of Herbert Giersch, Tübingen Mohr-Verlag, S. 143–155.
- Jensen, Michael C. (1986): Agency Costs and the Free Cash-Flow, Corporate Finance and Take-overs, in: American Economic Review, Vol. 76, 1986, pp. 323–329.
- Jensen, Michael C., William F. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, pp. 305–360.
- Kampe, Dieter (1993): Wer uns kennenlernt, gewinnt uns lieb. Nachruf auf die Treuhand, Berlin: Rotbuch-Verlag.
- Kern, Horst, Charles Sabel (1993): Die Treuhandanstalt: Experimentierfeld für neue Unternehmensformen, in: Fischer, Wolfram, Herbert Hax, Hans-Karl Schneider (Hrsg.): Die Treuhandanstalt. Das Unmögliche wagen, Berlin: Akademie-Verlag, S. 481–504.
- Kornai, János (1975): Anti-Äquilibrium. Über die Theorien der Wirtschaftssysteme und die damit verbundenen Forschungsaufgaben, Berlin et al.: Springer-Verlag.
- Kornai, János (1980): Economics of Shortage, Amsterdam et al.: North-Holland.
- Kornai, János (1986): The Soft Budget Constraint, in: Kyklos, Vol. 39, pp. 3–30.
- Maskin, Eric S. (1992): Auctions and Privatization, in: Siebert, H. (ed.): Privatization. Symposium in Honor of Herbert Giersch, Tübingen: Mohr-Verlag, S. 115–136.
- Maurer, Rainer, Birgit Sander, Klaus-Dieter Schmidt (1991): Privatisierung in Ostdeutschland — Zur Arbeit der Treuhandanstalt, in: Die Weltwirtschaft, S. 45–65.
- McAfee, Preston R., John McMillan (1987): Auctions and Bidding, in: Journal of Economic Literature, Vol. 25, pp. 699–788.
- Pejovich, Svetozar (1976): The Capitalist Corporation and the Socialist Firm: a Study of Comparative Efficiency, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Vol. 112, pp. 1–24.
- Pindyck, Robert S. (1991): Irreversibility, Uncertainty, and Investment, in: Journal of Economic Literature, Vol. 29, pp. 1110–1152.



- Rohwedder, Detlef* (1991): Die Treuhandanstalt erfüllt ihren Auftrag: Schnelle Privatisierung — entschlossene Sanierung — behutsame Stilllegung, Brief an die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Treuhandanstalt, Berlin, 27.3.1991 (veröffentlicht in Treuhandanstalt: Dokumentation 1990–1994, Bd. 11, S. 809–811).
- Sachverständigenrat* (1990): Jahresgutachten 1990/91, Bonn: Bundestagsdrucksache 11/8472, 15.11.1990.
- Sachverständigenrat* (1991): Marktwirtschaftlichen Kurs halten. Zur Wirtschaftspolitik für die neuen Bundesländer, Sondergutachten, Bonn: 13. April 1991.
- Schmid-Schönbein, Thomas, Frank C. Hansel* (1991): Die Transformationspolitik der Treuhandanstalt, in: Wirtschaftsdienst, Jg. 71, S. 462–469.
- Schmidt, Klaus-Dieter* (1993): Strategien der Privatisierung, in: Fischer, Wolfram, Herbert Hax, Hans-Karl Schneider (Hrsg.): Die Treuhandanstalt. Das Unmögliche wagen, Berlin: Akademie-Verlag, S. 211–240.
- Schmidt, Klaus-Dieter* (1995): Requirements of Successful Privatization — Lessons from the Treuhandanstalt's Approach, Paper presented at the Conference on „Privatization in Poland and Eastern Germany. A Comparison“, 17.–20. Mai 1995, Tutzing.
- Schrettl, Wolfram* (1992): Transition with Insurance: German Unification Reconsidered, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 8, No. 1, pp. 144–155.
- Schumpeter, Joseph A.* (1980): Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 5. Aufl., München (Original: Capitalism, Socialism and Democracy, New York: Harper 1942).
- Schwalbach, Jürgen* (1993): Begleitung sanierungsfähiger Unternehmen auf dem Weg zur Privatisierung, in: Fischer, Wolfram, Herbert Hax, Hans-Karl Schneider (Hrsg.): Die Treuhandanstalt. Das Unmögliche wagen, Berlin: Akademie-Verlag, S. 177–210.
- Siebert, Horst* (1992): Das Wagnis der Einheit. Eine wirtschaftspolitische Therapie, Stuttgart: DVA.
- Simon, Herbert A.* (1967): Administrative Behavior: a Study of Decisionmaking Processes in Administrative Organization, 2. ed., New York: McMillan.
- Singh, Ajit* (1975): Takeovers, Economic Natural Selection and the Theory of the Firm, in: Economic Journal, Vol. 85, pp. 497–515.
- Sinn, Gerlinde, Hans-Werner Sinn* (1991): Kaltstart. Die volkswirtschaftlichen Aspekte der deutschen Einheit, Tübingen: Mohr-Verlag.
- SÖSTRA/IAB* (1994): Beschäftigungsperspektiven von Treuhandunternehmen und Ex-Treuhandunternehmen, Gutachten, Berlin.
- Treuhandanstalt* (1990): Leitlinien der Geschäftspolitik, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1991a): Arbeiten für die soziale Marktwirtschaft, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1991b): Auftrag, Zwischenbilanz, Grundsätze, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1991c): Fragen und Antworten zur Privatisierung, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1991d): Katalog der zustimmungspflichtigen Geschäfte eines Treuhandunternehmens, Fassung gemäß Beschluß des Gesamtvorstandes vom 13. August 1991.
- Treuhandanstalt* (1993): Jahresabschlüsse zum 31. Dezember 1991 und zum 31. Dezember 1992, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1994a): Jahresabschluß zum 31. Dezember 1993, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1994b): Monatsbericht September 1994, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1994c): Daten und Fakten zur Aufgabenerfüllung der Treuhandanstalt, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1994d): Dokumentation 1990–94, Band 7, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1994e): Dokumentation 1990–94, Band 11, Berlin: Treuhandanstalt.
- Treuhandanstalt* (1995): Jahresabschluß zum 31. Dezember 1994, Berlin: Treuhandanstalt.
- Vaubel, Roland* (1992): Comment on Holger Schmieding, 'Alternative Approaches to Privatization: Some Notes on the Debate', in: Horst Siebert (ed.): Privatization. Symposium in Honor of Herbert Giersch, Tübingen: Mohr-Verlag, pp. 112–114.
- Vickers, John, George Yarrow* (1988): Privatization. An Economic Analysis, Cambridge (Mass.) et al.
- Williamson, Oliver E.* (1985): The Economic Institutions of Capitalism, New York.
- Yarrow, George* (1986): Privatization in Theory and Practice, in: Economic Policy, Vol. 2, pp. 323–379.

## Zusammenfassung

### Die Privatisierungs- und Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt: Eine Analyse aus transaktionskosten- theoretischer Sicht

In diesem Beitrag werden die Allokationswirkungen der Privatisierungs- und Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt untersucht. Die Privatisierungsstrategie der Treuhandanstalt stützte sich auf Verhandlungsverfahren, in denen neben dem Verkaufspreis andere Allokationskriterien wie Geschäftspläne, Beschäftigungs- und Investitionszusagen herangezogen wurden. Die Untersuchung dieser Strategie kommt zu den beiden Ergebnissen, daß (i) durch die Veräußerung an strategische Investoren die Kosten der Unternehmenskontrolle und -finanzierung gesenkt werden konnten; (ii) unter Berücksichtigung von Transaktionskosten Verhandlungsverfahren mit multiplen Allokationskriterien eher eine effiziente Allokation als Standardauktionen erreichen können. Im Rahmen der Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt wurde das Überleben der Unternehmen durch Globalbürgschaften garantiert und die Selektionsfunktion der Kapitalmärkte durch eine bürokratische Prüfung ihrer Sanierungsfähigkeit ersetzt. Auf die Finanzierung von Sanierungsinvestitionen wurde dagegen weitgehend verzichtet und stattdessen privaten Investoren Sanierungssubventionen im Austausch für Investitions- und Beschäftigungszusagen überlassen. Im Hinblick auf die Sanierungsstrategie kommt die Untersuchung zu den Ergebnissen, daß (i) die Zahlung von Erhaltungssubventionen durch die Opportunitätskosten von Unternehmensschließungen gerechtfertigt werden können; (ii) im statischen Vergleich eine private Sanierung gegenüber einer Sanierung durch die Treuhandanstalt auch dann Vorteile hat, wenn die Informationsrenten der privaten Investoren berücksichtigt werden; (iii) unter dynamischen Bedingungen bei einer privaten Sanierung ein Teil des Kapitalstocks der Unternehmen entwertet wird, weil die Privatisierung mit unvermeidbaren Zeitverzögerungen verbunden ist. Es besteht deshalb ein *Trade-off* zwischen der geringen Effizienz einer Sanierung durch die Treuhandanstalt und den Kosten einer zeitlichen Verzögerung bei einer privaten Sanierung.

## Summary

### Privatization and Restructuring by the Treuhandanstalt: An Analysis from the Perspective of Transaction Cost Theory

In this paper the impact of the Treuhandanstalt's privatization and restructuring strategies on allocative efficiency is examined. In its privatization strategy the Treuhandanstalt applied negotiation procedures with multiple allocation criteria like business plans, investment and employment commitments. Examination of this privatization strategy yields two results: (i) the costs of corporate governance and corporate finance were reduced through selling enterprises to strategic investors; and (ii) attainment of an efficient privatization outcome was facilitated through applying negotiation procedures with multiple allocation criteria rather than through standard auctions. In the framework of its restructuring strategy the Treuhandanstalt substituted bureaucratic selection of viable enterprises for the function of capital markets. The Treuhandanstalt largely refused to finance restructuring investments in its enterprises. Instead it paid subsidies in exchange for investment and employment commitments to privatized enterprises. Regarding this restructuring strategy, the paper concludes that (i) guaranteeing the survival of enterprises can be justified with the opportunity costs of liquidating them; (ii) from a static point of view restructuring by private owners has advantages over restructuring by the Treuhandanstalt, even if we consider information rents of private investors in the case of subsidies of the Treuhandanstalt; (iii) from a dynamic perspective restructuring by private owners is associated with the depreciation of the firms' capital stock, because privatization involves an unavoidable time lag. Therefore a trade-off exists between the inefficiency of restructuring by the Treuhandanstalt and the devaluation of capital due to a time lag in the case of private restructuring.