



universität
wien

Diplomarbeit

Titel der Diplomarbeit

„Corporate Governance in Polen, der Slowakischen
Republik und der Tschechischen Republik“

Verfasserin

Sonja Lang

angestrebter akademischer Grad

Magistra der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag.rer.soc.oec.)

Wien, im August 2009

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 157

Studienrichtung lt. Studienblatt: Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer: ao.Univ.-Prof. Dr. Klaus Gugler

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Wien, am 18.08.2009

(Sonja Lang)

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	7
Tabellenverzeichnis	8
Abkürzungsverzeichnis	9
Einleitung	11
Vorwort	12
1. Länderprofile	13
1.1. Polen	13
1.2. Slowakische Republik.....	14
1.3. Tschechische Republik.....	14
2. Corporate Governance	17
2.1. Eigentümerstrukturen	20
2.2. Board of Directors.....	23
2.3. Der Corporate Governance Code	24
2.4. Corporate Governance – Polen	27
2.5. Corporate Governance – Slowakische Republik.....	30
2.6. Corporate Governance – Tschechische Republik	33
3. Principal-Agent Problem	37
4. Privatisierungen	39
4.1. Welche Ziele verfolgt die Privatisierung?	40
4.2. Der Unterschied zwischen Privatisierungen in Osteuropa und in westlichen Staaten	42
4.3. Bewertung der Staatsunternehmen	46
4.4. Methoden der Privatisierung.....	48
4.5. Investmentfonds.....	56
4.6. Probleme und Alternativen	58
4.7. Privatisierung – Polen	59
4.7.1. Kleine Privatisierung.....	61
4.7.2. Große Privatisierung	61
4.8. Privatisierung – Slowakische Republik	63
4.8.1. Kleine Privatisierung.....	64
4.8.2. Große Privatisierung	65

4.9.	Privatisierung – Tschechische Republik	70
4.9.1.	Kleine Privatisierung.....	70
4.9.2.	Große Privatisierung.....	72
5.	Empirische Analyse der größten Unternehmen in Polen, der Slowakischen Republik und der Tschechischen Republik.....	75
5.1.	Die Daten	75
5.2.	Die Variablen.....	76
5.2.1	First Layer Variablen.....	79
5.2.2	Ultimate Layer Variablen.....	83
	Schlusswort (Zusammenfassung)	93
	Referenzen.....	95

Abbildungsverzeichnis

Grafik 1:	Durchschnittliche Arbeitslosenquote – Polen.....	13
Grafik 2:	Durchschnittliche Arbeitslosenquote – Tschechische Republik	15
Grafik 3:	Angaben zur Stellung der Corporate Governance verglichen mit Finanzkennzahlen	26
Grafik 4:	The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies	28
Grafik 5:	Corporate Governance Code based on the OECD Principles - Slowakische Republik	31
Grafik 6:	Corporate Governance Code based on the OECD Principles - Tschechische Republik	33
Grafik 7:	Jährlicher FDI-Zufluss	43
Grafik 8:	Zusammenhang zwischen Privatisierungsfortschritt und Entwicklung des BIPs.....	45
Grafik 9:	Erforderliche Inhalte für Privatisierungsprojekte	66
Grafik 10:	Im Privatisierungsprozess miteinbezogene Organisationen	67
Grafik 11:	Entscheidungsprozess	68
Grafik 12:	Preis und Anzahl an gehandelten Aktien während der ersten Privatisierungswelle.....	69
Grafik 13:	Ablauf Bieterprozess	71
Grafik 14:	Zuteilung von Aktien je Unternehmen und Runde	73
Grafik 15:	Darstellung Pyramid Layer	76
Grafik 16:	Shareholder Type – Periode 1.....	80
Grafik 17:	Shareholder Type – Periode 2.....	81
Grafik 18:	Anteil ausländischer Investoren (Direct Shareholder).....	83
Grafik 19:	Ultimate-Shareholder Type – Periode 1	84
Grafik 20:	Ultimate-Shareholder Type – Periode 2	85
Grafik 21:	Anteil ausländischer Investoren (Ultimate Shareholder)	86
Grafik 22:	Pyramid Layer	87

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Shareholder Direct	79
Tabelle 2: Shareholder Type – Periode 1.....	80
Tabelle 3: Shareholder Type – Periode 2.....	81
Tabelle 4: Shareholder Country	82
Tabelle 5: Cash Flow Rights Ultimate-Shareholder.....	83
Tabelle 6: Ultimate-Shareholder Type – Periode 1	84
Tabelle 7: Ultimate-Shareholder Type – Periode 2	85
Tabelle 8: Ultimate-Shareholder Country.....	86
Tabelle 9: Anzahl Pyramid Layer	87
Tabelle 10: Cashflow per Voting Rights Ratio.....	88
Tabelle 11: Change of Ultimate Shareholder	88
Tabelle 12: Transition-Matrix (Gesamt).....	89
Tabelle 13: Transition-Matrix (Polen)	90
Tabelle 14: Transition-Matrix (Slowakische Republik).....	90
Tabelle 15: Transition-Matrix (Tschechische Republik).....	91

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
CEFTA	Central European Free Trade Agreement
CEO	Chief Executive Officer
CSFR	Tschechoslowakische Republik
d.h.	das heißt
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development
ECGI	European Corporate Governance Institute
etc.	lat. <i>et cetera</i>
FDI	foreign direct investment
FNM	National Property Fund
Ges.m.b.H	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IMF	International Monetary Fund
IPO	Initial Public Offering
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
NATO	North Atlantic Treaty Organization
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OSZE	Organisation für Sicherheit und Zusammenarbeit in Europa
PSE	Prague Stock Exchange
S&P	Standard & Poor's
sog.	sogenannt(e/r)
UdSSR	Sowjetunion
UK	Vereinigtes Königreich
UNO	Vereinte Nationen
US/USA	Vereinigte Staaten von Amerika
usw.	und so weiter
u.v.m.	und vieles mehr
u.z.	und zwar
WKO	Wirtschaftskammern Österreichs
WSE	Warsaw Stock Exchange
WTO	World Trade Organization
zB/z.B.:	zum Beispiel

Einleitung

Ziel dieser Diplomarbeit ist es die Unterschiede der Eigentümerstellung innerhalb des Transformationsprozesses in der Slowakischen Republik, der Tschechischen Republik und Polen aufzuzeigen.

Anhand von Echtdateien ausgewählter Unternehmen soll aufgezeigt und analysiert werden, wie sich die Eigentümerstruktur geändert hat und wie die Privatisierung auf die Entwicklung von Corporate Governance Codes und die Cash Flow Rights der *ultimate shareholder* gewirkt hat.

Diese Studie befasst sich somit einerseits mit der Implementierung von Corporate Governance Richtlinien und deren mögliche Grundlage als Hilfestellung zur steigenden Investition ausländischer Interessenten, als auch den Privatisierungen, welche einen wichtigen Grund zur Einführung dieser Codes darstellten.

Vorwort

Diese Arbeit soll einen Überblick über die Anfang der 90er Jahre durchgeführten Privatisierungen in Osteuropa – im Speziellen in der Slowakischen Republik, der Tschechischen Republik und Polen – geben und die Auswirkungen auf die Implementierung von Corporate Governance Richtlinien aufzeigen. Dafür wurden die jeweils größten Unternehmen dieser Länder ausgewählt, um auch eine empirische Analyse zur Unterstreichung der theoretischen Erkenntnisse bieten zu können.

Zuerst werden die drei in meiner Studie ausgewählten Länder überblicksmäßig beschrieben, wobei die wichtigsten Zahlen und Fakten in geografischer, demographischer und wirtschaftlicher Hinsicht genannt werden.

Im zweiten Kapitel wird das Thema Corporate Governance sowohl in allgemeiner als auch in spezieller Hinsicht auf die Transformationsländer genauer behandelt.

Das dritte Kapitel befasst sich ausführlich mit dem Thema der Privatisierungen in der Slowakischen Republik, Tschechischen Republik und Polen, da Privatisierungen den wohl entscheidendsten Grund für die Einführung und ständige Anpassung der Corporate Governance in Osteuropa darstellten. Auch werden in diesem Kapitel spezifische Themen wie die Stellung von Privatisierungsfonds oder die Gutscheinprivatisierung, als extreme Form der Massenprivatisierung, genauer behandelt.

Das letzte Kapitel beinhaltet die empirische Studie und die gesammelten Dateninformationen und soll eine Verlinkung zu den einzelnen Theorieteilern und der momentan vorhandenen Literatur darstellen.

1. Länderprofile

Transformationsländer finden sich nicht nur in Osteuropa, auch asiatische Länder wie die Mongolei, Thailand, China und Vietnam zählen dazu. Wenn jedoch in dieser Arbeit von Transformationsländern gesprochen wird, sind immer jene Länder der ehemaligen Sowjetunion gemeint und im Speziellen die drei Länder Tschechische Republik, Slowakische Republik und Polen.

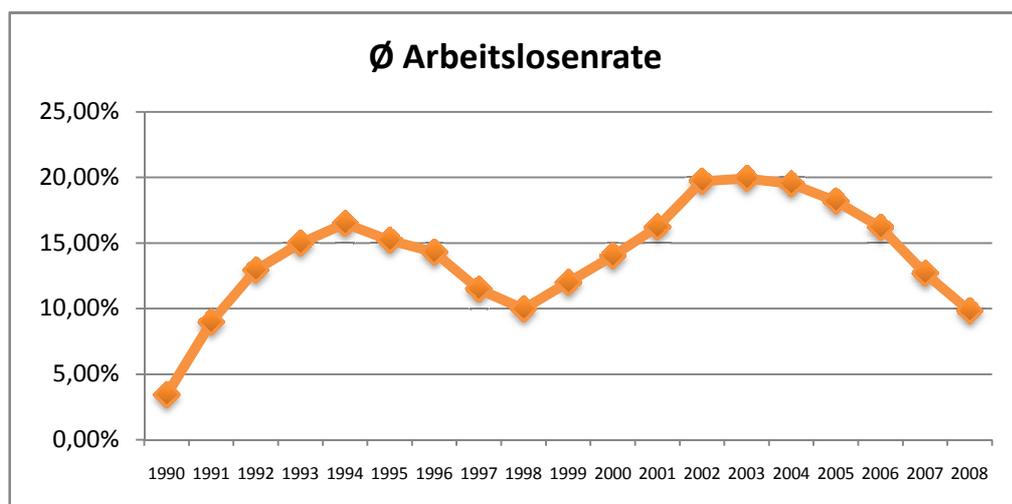
In den folgenden Kapiteln werden die wichtigsten Fakten zu den drei ausgewählten Ländern aufgezeigt. Die Angaben wurden – sofern keine andere Quelle angegeben – den jeweiligen Länderprofilen der Homepage der WKO entnommen¹.

1.1. Polen

Polen ist mit 312.685 km² und 38,1 Mio. Einwohnern das Größte der drei Länder, wovon 1,70 Mio. Menschen in der Hauptstadt Warschau leben. Seit 1. Mai 2004 zählt Polen auch zu den Mitgliedern der Europäischen Union.

Zu den bedeutendsten Wirtschaftssektoren zählen laut WKO die verarbeitende Industrie, Schwerindustrie, diverse Finanzdienstleistungen und zu einem Großteil die Landwirtschaft. Im Jahr 2007 betrug das Wirtschaftswachstum 6,6 % und das BIP EUR 308,2 Mrd. Die Inflation betrug im Jahr 2007 2,5 %.

Die durchschnittliche Arbeitslosenrate von 1990 bis 2008 stellt sich wie folgt dar:



Grafik 1: Durchschnittliche Arbeitslosenquote – Polen
Quelle: Polnisches Statistikbüro

¹ siehe <http://portal.wko.at>

Zu den wichtigsten Import- und Export-Ländern Polens zählen Frankreich, Italien, Deutschland und Russland, wobei auch viele Güter aus China importiert werden.

Im September 2008 ratete S&P Polen mit „A“.

1.2. Slowakische Republik

Die Slowakische Republik ist mit 49.036 km² nur in etwa halb so groß wie die Tschechische Republik und somit das kleinste Land dieser Studie. In der Slowakischen Republik leben 5,4 Mio. Menschen, wovon 430.000 in der Hauptstadt Bratislava beheimatet sind. Die Slowakische Republik ist auch Mitglied bei Organisationen wie der OECD, EBRD, CEFTA, WTO und IMF. Seit 1. Mai 2004 zählt die Slowakische Republik auch zu den Mitgliedern der Europäischen Union.

Zu den bedeutendsten Wirtschaftssektoren der Slowakischen Republik zählen die Automobilindustrie, die Elektrotechnik, der Chemiesektor und der Maschinenbau. Das Wirtschaftswachstum lag im Jahr 2008 bei 6,4 %, das BIP bei EUR 67,3 Mrd., die Inflationsrate bei 4,6 % und das Rating von S&P betrug „A“. Laut slowakischem Statistikbüro² belief sich die Arbeitslosenquote im Jahr 2007 noch auf 11 % und im Jahr 2008 durchschnittlich auf 9,6 %.

Zu den wichtigsten Exportländern zählen Deutschland, die Tschechische Republik und Frankreich, während Russland, Deutschland und die Tschechische Republik zu den wichtigsten Importländern der Slowakischen Republik zählen.

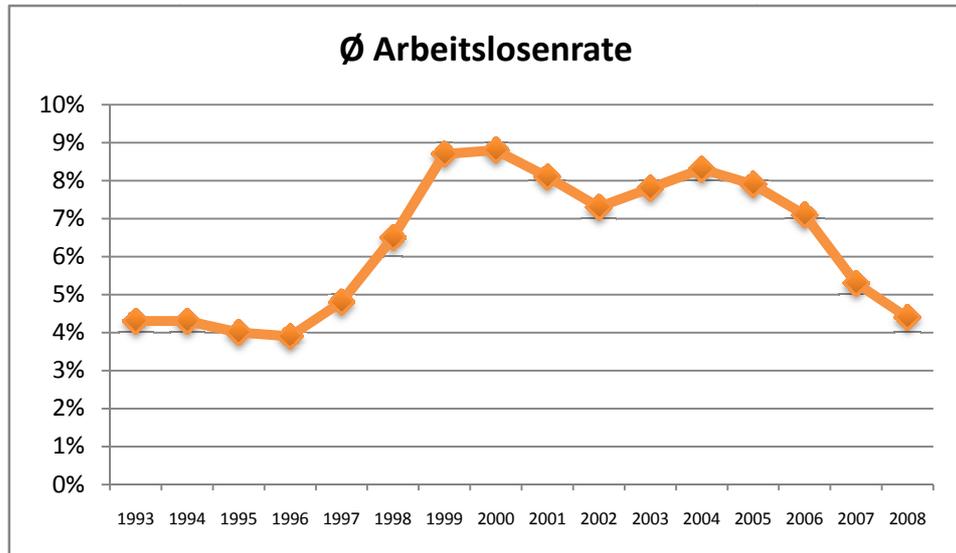
1.3. Tschechische Republik

Die Tschechische Republik umfasst 78.866 km². In der Hauptstadt Prag leben 1,2 Mio. Menschen, während die Gesamtanzahl an Bewohnern 10,3 Mio. umfasst. Auch die Tschechische Republik ist seit 1. Mai 2004 Mitglied der Europäischen Union. Weiters ist die Tschechische Republik Mitglied bei folgenden Organisationen: OECD, Weltbank, EBRD, WTO, IMF, UNO, dem Europarat, NATO und OSZE.

² siehe <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=12556>

Zu den bedeutendsten Wirtschaftssektoren zählen der Maschinenbau und die Stahlindustrie. Im Jahr 2007 belief sich das Wirtschaftswachstum auf 6,5 %, das BIP betrug EUR 128 Mrd. und die Inflation 2,8 %.

Laut tschechischem Statistikkbüro³ entwickelte sich die Arbeitslosigkeit in den Jahren 1993 bis 2008 folgendermaßen:



Grafik 2: Durchschnittliche Arbeitslosenquote – Tschechische Republik
Quelle: Tschechisches Statistikkbüro

Zu den wichtigsten Import- und Exportländern der Tschechischen Republik zählen die Slowakische Republik, Deutschland, Frankreich, Italien, Österreich und Polen. Wichtige Importländer stellen auch China und Russland dar.

³ siehe <http://www.czso.cz>

2. Corporate Governance

„No corporate governance – one is boss“⁴

Ján Porvazník, Executive Director (FNM)

Corporate Governance ist ein international gebräuchlicher Begriff, welcher seinen Ursprung im angloamerikanischen Raum hat. Mit der Trennung von Eigentum und Kontrolle entsteht ein Bedürfnis nach einheitlichen Rahmenrichtlinien, sog. Corporate Governance. Im deutschsprachigen Raum existiert keine einheitliche Übersetzung, vergleichbar wäre es mit dem Begriff *Unternehmenskontrolle*, jedoch ist der englische Ausdruck auch in Europa der üblicherweise verwendete Begriff.

In der Literatur wird der Begriff Corporate Governance auf unterschiedliche Weise interpretiert und folgend sind einige der bekanntesten Formulierungen angeführt.

Gemäß den OECD Principles (2004) regeln Corporate Governance Richtlinien die Beziehung zwischen den einzelnen Parteien:

„Corporate Governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate Governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined.“⁵

Ähnlich auch die Definition von Monks und Minow (1995):

„[...] the relationship among various participants in determining the direction and performance of corporations.“⁶

sowie von Shleifer und Vishny (1997):

„Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.“⁷

⁴ Porvazník (1995). Vgl. Olsson (1999), S. 211

⁵ OECD Principles of Corporate Governance (2004), p.11

⁶ Monks und Minow (1995), S. 1

⁷ Shleifer und Vishny (1997), S. 737

Aber das Grundproblem der Trennung von Eigentum und Kontrolle erkannte bereits Adam Smith im Jahre 1776 in seinem Werk „The Wealth of Nations“ in dem es heißt: *„The directors of companies, being managers of other people’s money than their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.“*⁸

Eine effizient umgesetzte Corporate Governance liefert die nötigen Kontrollmechanismen und Rahmenbedingungen welche die Beziehung, insbesondere zwischen dem/den Aktionär/en und dem Unternehmen, und das Vertrauen untereinander stärkt. Aufgrund der komplexen und eher vollständigen Ausgestaltung vermitteln Verträge zwischen dem Unternehmen und seinem Lieferanten häufig mehr Sicherheit, als die Beziehung zwischen dem Unternehmen und seinen Aktionären, welche nur durch unvollständige Verträge gefestigt ist. Das Problem liegt darin, dass sich die Informationsverpflichtung börsennotierter Unternehmen gegenüber ihrer (potentiellen) Investoren an einen unbestimmten Adressatenkreis richtet und so nie ein vollständiger Informationsfluss gegeben sein kann.⁹ So kann ein Unternehmen Informationen über Vorhaben, die sich noch in der Planungsphase befinden nicht immer zeitaktuell nach außen kommunizieren, da hier auch Konkurrenzgedanken getroffen werden müssen und so kann es zwischen dem Unternehmen und seinen Aktionären nie einen vollkommenen Vertrag geben. Unvollständige Verträge verleiten die betroffenen Parteien förmlich dazu, die Schwachstellen für ihren eigenen Nutzen zu missbrauchen. Durch die Existenz eines diskretionären Spielraums versucht der Manager sich selbst zu bereichern, indem er ineffiziente Investments eingeht und den Aktionären schadet, da deren Dividende geschmälert wird. So schlagen zB Shleifer und Vishny (1997) vor, Manager mittels langfristigen Verträgen zu „knebeln“, um deren Interessen mit jenen der Investoren zu harmonisieren.¹⁰ So bspw. durch eine Partizipation am Unternehmenswert über Aktienpakete, die jedoch so gewichtet sein müssen, dass ein tatsächlicher Anreiz zur Gewinnmaximierung geschaffen werden kann. Jedoch besteht laut Shleifer und Vishny (1997) hier aber die Gefahr, dass Manager genau diese Maßnahme nicht nur als Anreiz, sondern vielmehr wieder als Möglichkeit sehen sich selbst zu bereichern. So könnte durch fälschliche Darstellung von Finanz- und

⁸ Adam Smith, The Wealth of Nations (1776), zitiert aus KPMG survey 2001/02, S. 6

⁹ Vgl. GesRZ 2002, S. 36

¹⁰ Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 744

Bilanzdaten ein steigender Aktienkurs erreicht und das System somit missbraucht werden.¹¹

Zingales (1997) sieht Corporate Governance vielmehr als „[...] a complex set of constraints that shape the ex post bargaining over the quasi-rents generated by a firm.“¹² So müssen sich Corporate Governance Richtlinien mit den ex ante Vereinbarungen zwischen beiden Parteien (Unternehmer/Eigentümer und Investor/Kapitalgeber) und der daraus resultierenden Verpflichtung über die Verteilung der erwirtschafteten Erträge befassen.

Grundsätzlich stellt man sich die Frage aus welchem Grund sich Investoren denn überhaupt dazu entschließen, ihr Geld anderswo zu „parken“ ohne weitere Rechte daraus an der Unternehmensführung dafür zu erhalten. So muss man sagen, dass Investoren oft gar nicht die Expertise oder das nötige Know-How besitzen, mit Hilfe derer sie eine aktive Position im Unternehmen einnehmen könnten. Daraus ergibt sich die allgemeine Feststellung: „that investors do not get any control rights in exchange for their funds, only the hope that they will make money in the future.“¹³ Ein Grund wieso Manager jedoch dazu verleitet werden ihren Investoren eine angemessene Rendite zu zahlen ist, dass sie einen guten Ruf aufbauen und erhalten wollen um auch noch in Zukunft weiterhin finanzielle Mittel über den Kapitalmarkt zu erhalten.¹⁴ Dies bestätigt auch Easterbrook (1984) mit seiner Aussage, dass ein Management aufgrund regelmäßiger Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt diszipliniert wird.¹⁵

Fünf Auswirkungen aufgrund welcher eine weltweite Corporate Governance-Implementierung erforderlich erschien, zählten Becht et al. (2002) auf: **(1) die weltweite Privatisierungswelle**¹⁶, (2) Pensionsfonds Reformen, (3) die vermehrt stattfindenden Take-Overs in den 80er Jahren, (4) die Kapitalmärkte und nicht zu vergessen (5) diverse Krisen.

Da vor allem die Privatisierungswellen in Osteuropa Anfang der 90er Jahre einen großen Beitrag zur Entwicklung von Corporate Governance Standards geleistet haben, möchte ich auf die Durchführung und die diversen Ausprägungen von Privatisierungen in einem eigenen Kapitel (Kapitel 4) noch genauer darauf eingehen!

¹¹ Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 745 und Yermack (1997)

¹² Zingales, 1997, S. 4

¹³ Shleifer und Vishny (Paper), S. 748f

¹⁴ Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 749

¹⁵ Vgl. Easterbrook (1984), S. 650 – 659

¹⁶ Siehe dazu auch Kapitel 4

La Porta et al (1998) unterscheidet zwischen den beiden Rechtssystemen *Common Law* und *Civil Law*. Das Common Law System findet sich vor allem im anglosächsischen Raum wieder, wie die USA, Großbritannien, Australien und Kanada, während man das Civil Law System vor allem in Ländern wie Österreich, Deutschland und Japan wiederfindet. Die beiden Rechtssysteme unterscheiden sich vor allem dadurch, dass das Civil Law System durch Gesetze und Verordnungen geprägt ist, während man im Common Law System vermehrt auf historische Gerichtsurteile zurückgreift.

2.1. Eigentümerstrukturen

Welche Position der jeweilige Eigentümer einnimmt und welche Möglichkeiten und Interessen er verfolgt, hängt vielfach von dessen Typus ab. Folgend werden die wichtigsten Kluster, welche in der Literatur verwendet werden kurz dargestellt.

Der Inhalt dieses Kapitels bezieht sich größtenteils auf Mueller (2003) „The corporation: investment, mergers and growth“¹⁷.

Minority shareholders: Kleinaktionäre halten, wie der Name schon vermuten lässt, nur einen äußerst geringen Anteil an einem Unternehmen. Die Existenz von Kleinaktionären ist überall auf der Welt gegeben und wird meist unter dem englischen Begriff *freefloat* geführt. Kleinaktionäre besitzen kaum erwähnenswerte Kontrollrechte, welche sie nutzen könnten, sind jedoch für ein börsennotiertes Unternehmen wichtig, da nur mit Hilfe eines bestimmten Freefloat-Anteils die gewünschte Liquidität einer Aktie gegeben ist. Es gibt zwar Kleinaktionäre, die sich – auch trotz des geringen Anteils – mit dem Unternehmen, in welches sie ihr Kapital investiert haben identifizieren, aber grundsätzlich kann man sagen, dass sich dieser Typ von Investor nur eine Rendite aus seinem Investment erhofft und mit seinem eingesetzten Kapital handelt, wodurch es zu ständigen Käufen und Verkäufen sowie wechselnden Aktionären kommt.

Anders der **institutionelle Investor** (z.B.: Versicherungen, Pensionskassen, Investmentfonds): Diese Art von Investor hält meist einen größeren Anteil an einem Unternehmen, wodurch er ein gewichtigeres Mitsprache- und Kontrollrecht besitzt.

¹⁷ Vgl. Mueller (2003)

Banken: Banken können einerseits die Rolle des Investors einnehmen, indem sie dem Unternehmen Kapital zuführen, bspw. durch Aktienkauf und dadurch Eigentumsrechte erhalten. Andererseits können Banken aber auch aufgrund ihres Kerngeschäftes, der Kreditvergabe, in Form des Gläubigers an der Entwicklung eines Unternehmens interessiert sein. Jedoch sind die Erwartungen, abhängig davon, welche Position die Bank einnimmt, gänzlich unterschiedlich. Tritt die Bank als Investor auf, ist sie an einer maximalen Rendite interessiert und eine hohe Rendite bedeutet im Allgemeinen auch erhöhtes Risiko. Vertritt die Bank jedoch die Gläubigerstellung, so ist ihr primäres Ziel, die vollständige Rückzahlung des Kredites durch das Unternehmen und damit verbunden, sollte das Unternehmen aus Sicht der Bank, nach Möglichkeit nur risikolose oder risikoarme Investitionen tätigen, auch wenn diese Strategie die mögliche zu erwartende Rendite der Aktionäre – sprich Dividende – schmälert. Weiters erhalten Banken, wenn sie die Gläubigerfunktion inne haben, besondere Durchgriffsrechte zur Besicherung ihrer Forderung im Falle des Konkurses des Unternehmens, bspw. auf dessen Vermögenswerte. Laut OECD (1995) nehmen Banken in vielen Ländern mit der Zeit nicht nur die Position des Gläubigers sondern eben auch die des Investors ein.

Einzelpersonen, Familien: Einerseits kann es der Fall sein, dass es sich um Ein-Personen-Gesellschaften handelt. Andererseits ist es auch möglich, dass Manager aufgrund ihres Entlohnungssystems direkt am Unternehmen und somit an dessen Performance partizipieren. Bei Familien handelt es sich meist um über Generationen hinweg gehaltene Firmen, deren Führung innerhalb der Familie aufgeteilt wird. Natürlich besteht auch die Möglichkeit, dass bestimmte Familiendynastien aus Prestigegründen oder genauso gut aus Konkurrenzgründen als strategische Investoren in andere Unternehmen einsteigen.

Großaktionäre, sog. Blockholder, üben im Allgemeinen ihre Kontroll- und Mitspracherechte weit aus häufiger aus als Kleinaktionäre. Daher braucht es auch solche Blockholder, um ein gutes Corporate Governance Konzept umsetzen zu können. Im Rahmen der Privatisierungsflut in den 90er Jahren nahmen in Osteuropa sog. Investmentfonds diese Stellung ein. In diese konnte die Bevölkerung investieren und so einerseits von einer damit verbundenen Risikostreuung als auch andererseits einer Implementierung von Corporate Governance Richtlinien profitieren. Näheres zu Investmentfonds, die Entstehung und deren Strategie im Kapitel 4.9.

Großaktionäre sind in den USA verglichen mit europäischen Ländern, wie Deutschland und Österreich, relativ unüblich. Großaktionäre besitzen wie auch andere Investoren ein Interesse ihr eingesetztes Kapital zurückzuerlangen und genau dieser Umstand kommt auch Minderheitsaktionären zugute. Großaktionäre können den notwendigen Einfluss auf ein Unternehmen und sein Management ausüben um die Rückzahlung zu fordern. Jedoch bergen Großaktionäre auch Risiken in sich, bspw. jene, dass sie möglicherweise andere Interessen verfolgen, welche sie aufgrund ihrer Größe auch erfolgreich umsetzen und es dadurch zu Interessenskonflikten zwischen ihnen und den Minderheitsaktionären oder den Arbeitnehmern des Unternehmens kommen kann. Im Fall, dass Großaktionäre vergleichsweise mehr Kontrollrechte als CashFlow-Rights besitzen (bspw. durch preferred shares, etc.) können sie sich leicht selbst bereichern. So können sie auch spezielle Dividenden an sich selbst ausbezahlen. Laut Dann und DeAngelo (1983) stellen Greenmail und „targeted share repurchases“ typische Beispiele dafür dar.

Wenn ein Aktionär der größte Investor ist, kann es sein, dass dieser das Unternehmen dahingehend motiviert riskante Investitionen zu tätigen, da Aktionäre am meisten von den daraus zusätzlich resultierenden Erträgen profitieren, während im Fall des Konkurses auch die Gläubiger das Risiko tragen, ihr Kapital nicht mehr zu erhalten.¹⁸

Holderness (2003) fand heraus, dass es zwei Motivationstreiber für die Teilnahme von Blockholdern gibt. Einerseits sind dies die *shared benefits of control*, andererseits die *private benefits of control*.¹⁹ Erstere entstehen dadurch, dass Blockholder aufgrund ihrer Größe als Anteilsinhaber sehr am Unternehmenserfolg und der Wertsteigerung des Unternehmens interessiert sind und daher auch auf ein starkes Monitoring setzen. Von den erhöhten Cashflows (Dividenden) profitieren dann nicht nur Blockholder, sondern auch Minderheitsaktionäre. Daher der Begriff *shared benefits of control*. Im Vergleich dazu handelt es sich bei den *private benefits of control* um Vorteile, welche nur der Blockholder selbst genießt, wie zum Beispiel bessere Vergütungen in Form von zusätzlichen Bonuszahlungen oder Produktionssynergien mit anderen Unternehmen.

¹⁸ Vgl. Jensen und Meckling (1976) und Myers (1977)

¹⁹ Vgl. Holderness (2003), S. 54f

2.2. Board of Directors

Das Board of Directors ist eine der wichtigsten Installationen in einem Unternehmen und umfasst nicht nur die Gewährleistung der Rechte der Aktionäre, sondern hindert das Unternehmen auch bei der Durchführung ineffizienter Investitionen bzw. den Manager daran sich selbst zu bereichern (z.B.: empire-building). Das Board of Directors wird von den Aktionären gewählt und hat die Aufgabe Manager einzustellen, zu kündigen, zu kontrollieren und zu beratschlagen. Aktionäre brauchen genau solch eine Gruppe von handelenden Personen, damit ihre Rechte und Bedürfnisse gewahrt bleiben.²⁰

Dass Board of Directors kann sich, wie im anglo-sächsischem Raum (US, UK) in der Form eines *one-tier boards* darstellen, bei dem alle Funktionen in einem einzigen Board wahrgenommen werden. Das *one-tier board* beinhaltet somit unternehmensinterne als auch unternehmensfremde Mitglieder. Erstere sind für die Unternehmensführung zuständig, da sie auch die nötige Expertise mitbringen, während die unternehmensfremden Mitglieder die Stellung der Kontrolle wahrnehmen. Der Vorteil des *one-tier boards* liegt mitunter in der Wissenskonzentrierung und der Flexibilität.

Anders stellt es sich in Kontinentaleuropa (bspw. Deutschland, Österreich) dar. Hier ist das System des *two-tier boards* vertreten. *Two-tier boards* beinhalten zwei voneinander unabhängige Boards, das *supervisory board*, welches das Management überwacht und sich für die Rechte und Interessen der Aktionäre einsetzt und das *management board*.

Empirische Studien zeigten, dass kleinere Boards effektiver sind, da Entscheidungen in einer kleineren Gruppe schneller und sachlicher bzw. überlegter getroffen werden können und das Management auch nicht so großen Einfluss nehmen kann.²¹ Weiters wurde auch bewiesen, dass *outside-directors*, also jene die nicht unmittelbar mit dem Unternehmen in Verbindung stehen, ein effektiveres Monitoring durchführen. CEOs von Unternehmen mit kleineren Boards besitzen auch meist eine Vergütung die an die eigene Performance angelehnt ist.²²

²⁰ Vgl. Denis (2001), S. 199

²¹ Vgl. Hermalin und Weisbach (2003)

²² Vgl. Denis (2001), S. 199f

2.3. Der Corporate Governance Code

Wie soll ein Corporate Governance Code gestaltet sein? Laut Hopt (2002) gilt es hier folgende vier Grundregeln zu beachten: Erstens sollte man den Grundsatz der *Schlankheit* beachten und Corporate Governance Codes so kurz und prägnant als möglich formulieren. Denn langatmig ausformulierte Regelwerke werden im Allgemeinen weniger beherzt betrachtet und umgesetzt als klar überschaubare Regeln. Dies führt auch schon zum zweiten Grundsatz, dem Grundsatz der *Klarheit*. Ein Code soll in einer – auch für Nicht-Juristen – klaren und deutlichen Ausdrucksform formuliert sein. Ein weiterer Grundsatz ist jener der *Differenzierung*. Hier merkt Hopt (2002) an, dass Corporate Governance Codes auf die verschiedenen Begebenheiten und Eigenschaften von Unternehmen und die dadurch eventuell unterschiedliche Befolgung des Codes hinweisen soll. Ein solcher Code sollte nicht für jeden erdenklichen Fall eine vollständige Musterlösung bereitstellen, dies würde klar dem Grundsatz der Schlankheit widersprechen. Jedoch sollte bei den einzelnen Anforderungen auf deren Relevanz in Bezug auf diverse Unternehmenseigenschaften, wie bspw. Größe des Unternehmens, börsennotiertes Unternehmen oder nicht börsennotiertes Unternehmen, etc. hingewiesen werden. Vielfach ist der Corporate Governance Code für börsennotierte Unternehmen anzuwenden, doch sollten Investoren oder Gläubiger nicht börsennotierter Unternehmen nicht ebenfalls das Recht besitzen, aktuelle Informationen zur Verfügung gestellt zu bekommen? Und sind gewisse Bestimmungen für große Unternehmen nicht leichter und mit geringerem Aufwand umsetzbar als für kleinere Unternehmen? Dies sind Fragen, die man sich laut Hopt (2002) bei der Gestaltung von Corporate Governance Codes stellen sollte. Der letzte von den vier Grundsätzen ist jener der *Flexibilität*. Auch dieser Grundsatz steht in direktem Zusammenhang mit den zuvor genannten Punkten, da kurze und präzise ausformulierte Anforderungen leichter und somit flexibler adaptiert werden können als detailreiche und spezifische Anweisungen. Die Erfüllung dieses Grundsatzes ist von erheblicher Bedeutung, da Corporate Governance ein Thema darstellt, welches sich immer wieder neuen Herausforderungen und Anforderungen stellen muss.²³

Im Allgemeinen stellt die erhöhte Transparenz einen der wichtigsten Punkte bei den meisten Corporate Governance Codes dar. Transparenz wird in Zusammenhang mit Corporate Governance immer mit dem Begriff „Informationsfluss“ übersetzt. Es mag ein wichtiges Ziel eines jeden Corporate Governance Codes sein einen größtmöglichen Informationsfluss vom Unternehmen heraus zu seinen Aktionären und

²³ Vgl. GesRZ 2002, S. 9 und 10

anderen Stakeholdern zu gewährleisten, nur muss man sich auch im Klaren sein, dass es die Allversorgung mit Information²⁴ nicht geben kann, da dies den funktionierenden Markt zusammenbrechen lassen würde, da gerade dieser darauf baut, dass manche Marktteilnehmer glauben mehr Informationen zu besitzen als die anderen Teilnehmer und diesen dann durch ihr tätig werden auch entsprechend einsetzen wollen.

Berglöf und Pajuste (2005) argumentieren, dass Minderheitsaktionäre von einer erhöhten Transparenz und der dadurch entstehenden Erweiterung der Anhangsangaben profitieren, u.z. einerseits da sie nun selbst mehr Informationen über das jeweilige Unternehmen erhalten und andererseits weil Blockholder ihnen gegenüber nicht mehr diesen Informationsvorteil besitzen. Dies wiederum führt jedoch zu der Situation, in der sich Blockholder weniger mit der Kontrollausübung befassen, Minderheitsaktionäre weiterhin nicht die Macht besitzen aktiv einzugreifen und somit seine Manager verleitet werden können, trotz hoher Transparenz sich selbst zu begünstigen.

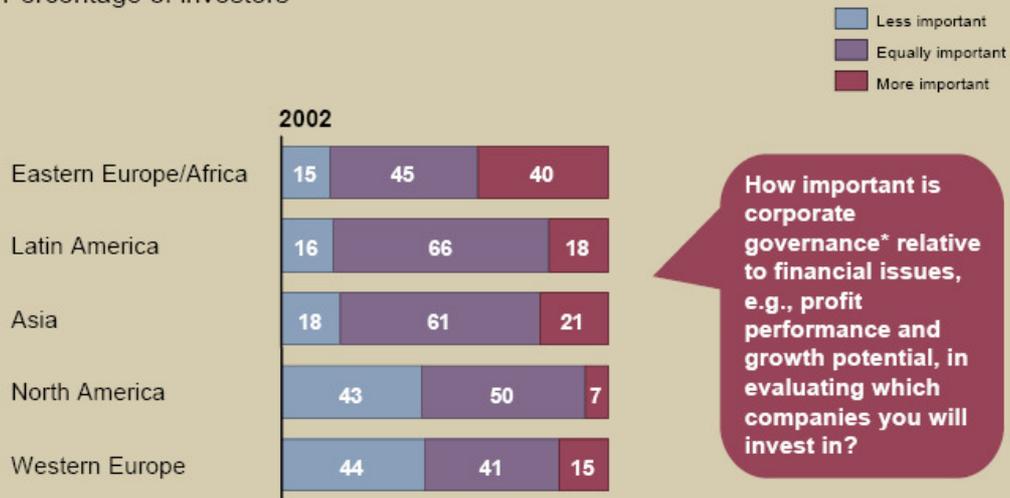
McKinsey fand in einer Studie „Global Investor Opinion Survey 2002“ heraus, dass Investoren im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen die Existenz und Befolgung von Corporate Governance bei potentiellen Unternehmen auf die gleiche Stufe stellen, wie die der Beurteilung von Finanzkennzahlen. Weiters ist ein Großteil der Investoren bereit für Unternehmen, die bereits einen weit entwickelten Corporate Governance Standard besitzen, einen Aufschlag zu zahlen. In Westeuropa beläuft sich dieser Aufschlag im Schnitt auf 12 – 14 % und sogar auf 30 % in Osteuropa.²⁵ Dieser Unterschied ergibt sich wohl aus der Tatsache, dass im westlichen Europa bereits ein hoher Standard an Corporate Governance weit verbreitet ist, während sich dieser in Osteuropa noch im Aufbau befindet.

²⁴ Vgl. GesRZ 2002, S. 34

²⁵ Vgl. McKinsey (2002)

Governance remains important compared to financials, particularly in emerging markets

Percentage of investors



* Defined as effective boards of directors; broad disclosure, and strong rights and equal treatment for shareholders
 Source: McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance, 2002

Grafik 3: Angaben zur Stellung der Corporate Governance verglichen mit Finanzkennzahlen
 Quelle: McKinsey

2.4. Corporate Governance – Polen

Die Inhalte dieses Kapitels sind dem polnischen Corporate Governance Code²⁶, veröffentlicht auf der Homepage des ECGI, entnommen:

Aufgrund vieler durch die Privatisierung entstandener IPOs kam es zu einer gestreuten Eigentümerstruktur und nur rund 18 % der Unternehmen konnten nach erfolgreicher Privatisierung noch eine konzentrierte Eigentümerstruktur aufweisen.²⁷ Der hohe Anteil an gestreuter Eigentümerschaft forderte förmlich eine Einführung von Corporate Governance Strukturen.

Der Commercial Company Code (CCC) aus dem Jahre 1934, welcher ein rechtliches Rahmenwerk betreffend die Rechte und Pflichten des Supervisory und Management Boards, die Aktionärsrechte und Mergers & Acquisitions für polnische Unternehmen darstellte, wurde im Jahr 2000 durch einen adaptierten CCC ersetzt, welcher am 1. Jänner 2001 in Kraft trat.²⁸

Um die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich der Corporate Governance weiter auszubauen, haben es sich zahlreiche Institute, wie bspw. das Gdansk Institute for Market Economies (GIME), zur Aufgabe gemacht, weitere Empfehlungen und Vorschläge in Verbindung mit Corporate Governance zu liefern, wie bspw. den Corporate Governance Code for Polish Listed Companies aus 2002. Darin enthalten sind Vorschläge hinsichtlich größerer Transparenz von Unternehmensdaten, Schutz von Minderheitsaktionären etc.

²⁶ Vgl. The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies (2002)

²⁷ Vgl. Kochanowicz et al. (2004) und Tamowicz (2006)

²⁸ Vgl. Krebsner (2008), S. 43

The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies

Principle I:

The main objective of the company should be to operate in the common interest of all the shareholders, which is to create shareholder value.

Principle II:

The composition of the supervisory board should facilitate objective oversight of the company and reflect interests of minority shareholders.

Principle III:

The powers of the supervisory board and the company by-laws should ensure an effective supervisory board process and duly secure interests of all the shareholders.

Principle IV:

The shareholders' meeting should be convened and organised so as not to violate interests and rights of any shareholders. The controlling shareholder should not restrict the other shareholders in the effective exercise of their corporate rights.

Principle V:

The company should not apply anti take-over defences against shareholders' interests. Changes in the company share capital should not violate interests of the existing shareholders.

Principle VI:

The company should provide effective access to information, which is necessary to evaluate the company's current position, future prospects, as well as the way in which the company operates and applies the corporate governance rules.

Principle VII:

The appointment process of the company's auditor should ensure independence of the auditor's opinion.

Grafik 4: The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies (2002)

Quelle: Corporate Governance Codes and Principles – Poland, <http://www.ecgi.org>

Wie unter Principle I klar ersichtlich, ist das primäre Ziel des polnischen Corporate Governance Codes die Zufriedenstellung der Aktionäre und die Maximierung des Shareholder Values. Im Gegensatz zu den Empfehlungen der OECD, welche auf lange Sicht gesehen, eine Gleichstellung der Bedürfnisse von Stakeholder und Shareholder fordert.

Eine genaue Bestimmung zur Einrichtung eines Management Boards **und** eines Supervisory Boards findet sich nicht in der Auflistung des Corporate Governance Codes, doch wird diese Art empfohlen. Weiters findet sich bei den Empfehlungen der Hinweis, dass zumindest zwei Mitglieder des Supervisory Boards unabhängig sein sollten.

Laut Polish Corporate Governance Code sollen der Ort und der Zeitpunkt der Hauptversammlung den Aktionären die Möglichkeit bieten, persönlich daran teilzunehmen. Dominierende Aktionäre sollen andere Aktionäre nicht an der Ausübung ihres Wahlrechtes hindern oder den Informationsfluss beeinträchtigen. Da die Internetwahl jedoch in einigen Ländern noch unüblich ist, führt dieser Umstand oft bei Minderheitsaktionären zur Nicht-Teilnahme an der Wahl, da diese im Vergleich zum damit verbundenen Aufwand, der darin liegt persönlich bei der Aktionärsversammlung anwesend zu sein, einfach zu groß ist und daher meist auf Ausübung ihres Rechtes verzichten.²⁹

Weiters gibt es auch das Polish Forum for Corporate Governance (PFCG), welches ebenfalls von GIME ins Leben gerufen wurde und vernetzt mit zahlreichen anderen Instituten, Diskussionen und Analysen durchführt. PFCG analysiert unter anderem die ordnungsgemäße und vollständige Umsetzung von Corporate Governance Standards innerhalb der Unternehmen.

Das Institut führte eine Untersuchung durch, bei der 90 der 200 börsennotierten polnischen Unternehmen auf deren Umsetzung von Corporate Governance Richtlinien geprüft wurden. Anschließend wurden die Unternehmen abhängig von der Umsetzung bewertet (A bis D).

Nur ein Unternehmen hat es geschafft eine Beurteilung von A- zu erhalten. Die meisten Unternehmen erhielten eine Beurteilung von B- (74 %) und C+ (81%ige Erfüllung der Corporate Governance Forderungen). Interessant erscheint auch die Tatsache, dass sechs der 14 bestbeurteilten Unternehmen amerikanische Investoren vorweisen konnten. Dies zeigt, dass der ausländische Investor zur Steigerung der Umsetzung von Corporate Governance beiträgt.³⁰

Zuletzt wurde im Jahre 2008 der Code of Best Practice for WSE Listed Companies eingeführt. Ziel dieses neuen Codes ist es eine größtmögliche Transparenz zu bieten.

²⁹ Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 751

³⁰ Vgl. Both (2004), S. 81f

Auch müssen Kapitalgesellschaften die an der WSE notieren, angeben, inwieweit sie den Anforderungen dieses Codes nachkommen und die Gründe nennen, warum sie einzelne Punkte (noch) nicht vollständig erfüllen („comply or explain“).

Druey (2002) stellt sich die Frage, ob es nicht unwahrscheinlich erscheint und zur Vorsicht mahnt, wenn ein Unternehmen allen Punkten vollends nachkommt. Auch unter Berücksichtigung, dass es nachvollziehbar ist, dass kein Unternehmen gerne zusätzliche Erklärungen und Kommentare abgibt, besonders wenn diese aufgrund von Nicht-Erfüllen bestimmter Anforderungen herrühren. Auch hätte er einen guten Vorschlag zur deutschen Übersetzung des Begriffes „comply or explain“ eingebracht: „entspricht oder spricht“³¹.

2.5. Corporate Governance – Slowakische Republik

Die Inhalte dieses Kapitels sind dem slowakischen Corporate Governance Code³², veröffentlicht auf der Homepage des ECGI, entnommen:

Auch die Slowakische Republik hat ihren Corporate Governance Kodex an die Grundsätze der OECD angelehnt. Schon auf den ersten Seiten des Codes wird dem Leser deutlich gemacht, dass die Hauptziele Transparenz, Vollständigkeit und Verantwortung sind, denn nur wenn diese Ziele verfolgt werden, kann man auch mit dem Interesse von Investoren rechnen. Weiters müssen Unternehmen, die nicht alle Punkte erfüllen können, eine Erklärung abgeben, wieso sie diese nicht erfüllen und wann sie alle Voraussetzungen vollends erfüllen werden.

³¹ GesRZ 2002, S. 34f

³² Vgl. Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2002)

Folgend eine kurze Aufstellung der Inhalte:

Corporate Governance Code based on the OECD principles:

Principle I:

The Company should be headed by an effective executive board and supervisory board which should lead it and account to the shareholders.

Principle II:

The company should protect shareholders' rights.

Principle III:

The shareholders are obligated to inform the company of all capital structures and any arrangements that enable certain shareholders to obtain a degree of control disproportionate to their equity ownership. The company is obligated to ensure disclosure of all such capital structures and arrangements. Some capital structures allow a shareholder to exercise a degree of control over the company disproportionate to the shareholder's equity ownership in the company.

Principle IV:

The company should ensure that all shareholders, including minorities and foreign shareholders, are treated equally.

Principle V:

The company should ensure that timely and accurate disclosure is made on all material matters regarding the company, including the financial situation, performance, ownership, and governance of the company which will enable shareholders to determine whether to invest or not.

Principle VI:

Institutional investors/shareholders have a responsibility in their dealings with the Company.

Principle VII:

Shareholders should have certain rights and exercise certain responsibilities in connection with the Company.

Principle VIII:

The corporate governance framework should recognise the rights of stakeholders as established by law and encourage active co-operation between companies and stakeholders in creating wealth, jobs and the sustainability of financially sound companies.

*Grafik 5: Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2002) – Slowakische Republik
Quelle: Corporate Governance Codes and Principles – Slovakia, <http://www.ecgi.org>*

Unter Principle I wird erklärt, dass das Executive Board (Vorstand), welches mit den Hauptaufgaben des Managements betraut ist, mindestens einmal pro Monat zusammentreffen soll und das Supervisory Board (Aufsichtsrat), welches diese Funktionen überwacht, zumindest zehnmal pro Jahr ein Treffen veranstalten soll.

Weiters sollen Mitglieder des Supervisory Boards unabhängig vom Management des Unternehmens sein und auch sonst in keinerlei direkter Beziehung mit dem Unternehmen stehen.

Principle II, „The company should protect shareholders' rights.“³³, gibt an, dass Aktionäre nicht in ihrer freien Entscheidung des Verkaufens von Aktien gehindert werden dürfen und dass Aktionäre stets mit Informationen zum Unternehmen, seinen Aktivitäten und den Finanzkennzahlen beliefert werden müssen.

Die Aktionäre sollen zumindest Informationen zu folgenden Themen erhalten:

- Datum, Ort und Agenda der Hauptversammlungen, damit sie selbst oder mittels Vertretung bei wichtigen Entscheidungen anwesend sein können
- Regeln und Wahlprozedur der Aktionärsversammlung
- Wahlvereinbarungen aller Aktionärsversammlungen

Die Hauptversammlungen sollen nach Möglichkeit zu einer angemessenen Zeit, an einem slowakischen Werktag und einem für die Allgemeinheit leicht erreichbaren Ort stattfinden, um es den Aktionären so leicht wie möglich zu machen daran teilzunehmen.

Angaben über

- das Finanzergebnis und das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EGT),
- die Unternehmensziele,
- den Hauptaktionär und die Voting Rights (Stimmrechte),
- die Mitglieder der Boards, das Topmanagement inkl. Gehaltsübersicht,
- Risikofaktoren,
- usw.

sollen laut Punkt 5 ebenfalls veröffentlicht und an die Aktionäre gemeldet werden.

³³ Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2002), S. 7

2.6. Corporate Governance – Tschechische Republik

Die Inhalte dieses Kapitels sind dem tschechischen Corporate Governance Code³⁴, veröffentlicht auf der Homepage des ECGI, entnommen:

Für den original tschechischen Corporate Governance Code aus 2001 wurden die OECD Principles (1999) herangezogen und man versuchte damit den Managern klar zu machen, dass eine Befolgung solcher international anerkannter Codes unumgänglich ist, wenn man die Aufmerksamkeit ausländischer Investoren gewinnen will.

Im Jahr 2004 wurde der Revised Corporate Governance Code ersetzt. Folgend eine Auflistung der Grundsätze des neuen tschechischen Corporate Governance Codes aus 2004:



Grafik 6: Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2004) – Tschechische Republik
Quelle: Corporate Governance Codes and Principles – Czech Republic, <http://www.ecgi.org>

³⁴ Vgl. Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2004)

Unter das zweite Kapitel des tschechischen Corporate Governance Codes fallen mitunter Bestimmungen, wie das Recht der Aktionäre regelmäßig und zeitgerecht Informationen zum Unternehmen zu erhalten, die Teilnahme und Wahlberechtigung bei der Aktionärsversammlung, das Recht zum Hinzufügen oder Kündigen von Mitgliedern des Supervisory Boards und/oder Board of Directors, sowie das Recht am Unternehmenserfolg und im Fall des Konkurses am Liquidationsvolumen zu partizipieren, u.v.m. So versteht es sich auch, dass Aktionäre von tschechischen börsennotierten Unternehmen zeitgerecht über Ort, Zeit und die Agenda zur Hauptversammlung informiert werden sollen.

Die Rechte der Aktionäre werden auch im dritten Kapitel des Codes gefestigt, in dem es heißt, dass alle Aktionäre derselben Ausgabeserie, die gleichen Rechte besitzen müssen, egal ob es sich um ausländische Investoren oder Minderheitsaktionäre handelt und dass sie auch rechtzeitig, also vor dem Kauf, Einsicht in die verschiedenen Rechte pro Ausgabeserie erhalten müssen.

Laut Kapitel 5 „Disclosure and Transparency“ müssen tschechische börsennotierte Unternehmen zumindest folgende Informationen bereitstellen:³⁵

- Finanzergebnis und Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit
- Unternehmensziele
- Hauptaktionär und Stimmrechte
- Entlohnung der Mitglieder des Board of Directors, des Supervisory Boards und der Top-Manager, sowie deren Qualifikation
- Gruppeninterne Geschäfte
- Risiken, wie z.B.: Finanzmarktrisiken, Währungs- und Zinsrisiken
- Allgemeine Themen zu Stakeholder und Arbeitnehmern, die für die Wertentwicklung des Unternehmens von Relevanz sind und
- Governance Strukturen

Weiters werden die Unternehmen dazu angehalten, die Veröffentlichung von Daten im halbjährlichen Rhythmus durchzuführen, nicht jedoch bei wesentlichen Meldungen, die sofort getätigt werden müssen.

Im letzten Kapitel wird auf die Beziehung der Mitglieder des Board of Directors und des Supervisory Boards hin zu den Aktionären und dem Unternehmen genauer eingegangen. So sollen Entscheidungen beider Boards – auch wenn sie verschiedene Aus-

³⁵ Vgl. Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2004), S. 20

wirkungen auf die einzelnen Typen von Aktionären haben – so fair als möglich, allen Aktionärstypen gegenüber, gemacht werden und beide Boards sollen auch versuchen die Interessen von Unternehmen **und** Aktionären zu wahren.

Das Board of Directors und/oder das Supervisory Board müssen unter anderem folgende Funktionen wahrnehmen:³⁶

- Bewertung der Unternehmensstrategie, der Risikopolitik, der Businesspläne, von außergewöhnlichen Ausgaben, Übernahmen etc.
- Auswahl, Entlohnung, Überwachung und im Notfall sogar Kündigung von Top-Managern
- Gehaltsabstimmungen von Mitgliedern des Supervisory Board oder des Board of Directors im Interesse der Aktionäre und des Unternehmens selbst durchführen
- Gewährleistung eines transparenten Prozesses der Nominierung und Wahl von Mitgliedern beider Boards.

³⁶ Vgl. Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2004), S. 26

3. Principal-Agent Problem

Das in der Literatur vielfach diskutierte und in der Realität häufig vorkommende Problem der gegensätzlichen Interessen, in Hinblick auf Fragen des Eigentums und der Effizienz, wird als Principal-Agent Problem dargestellt. Der Grundgedanke oder vielmehr das Problem ergibt sich daher, da aufgrund einer Trennung von Eigentum und Kontrolle der Agent Entscheidungen und Handlungen für den Principal treffen soll. Doch meist trifft der Agent die Entscheidung nicht in der Art und Weise, als dass sie zugunsten des Principals ausfällt und so kommt es bei dieser Konstellation zu sogenannten Interessenskonflikten.

Jensen (2000) hat eine klare Definition des Agency-Problems formuliert:

„[...] a contract in which one or more persons – the principal(s) – engage another person – the agent – to take actions on behalf of the principal(s) that involve the delegation of some decision-making authority to the agent“³⁷.

Laut Alchian and Demsetz (1972) ergibt sich das Agency-Problem daraus, dass Manager und Eigentümer bzw. Agenten und Prinzipal andere Interessen und Ziele haben. Einen weiteren Punkt stellen die Beaufsichtigungskosten (monitoring costs) dar. Da es wirtschaftlich nicht möglich ist, jemanden ständig zu überwachen, ergibt sich für den Agenten ein diskretionärer Spielraum, in dem er versucht, seine Interessen optimal umzusetzen. Um diesen Spielraum des Agenten optimal einzuschränken, muss der Prinzipal mit Hilfe von genauen Verträgen, Arbeitsanweisungen, Zielvorgaben oder ähnlichem versuchen, den Agenten in eine bestimmte Richtung zu leiten, damit er, vielleicht auch indirekt, ohne es bewusst wahrzunehmen, im Sinne des Prinzipals handelt.³⁸ Ein anderer Anreiz könnte sein, den Agenten mit einer variablen Entlohnungsform zu entgelten, die von den vom Prinzipal vorgegebenen Zielen abhängig ist. Beispielsweise könnte eine Gewinnbeteiligung oder eine ähnliche erfolgsabhängige Entlohnung einen Anreiz bieten. In solchen Verträgen müssen alle Umweltzustände genau bedacht und einberechnet werden. Es kann auch ein vergleichsweise schlechtes Management zu guten Ergebnissen kommen, wenn aufgrund der wirtschaftlichen Lage, dem ausgewogenen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage am Markt, der Konjunktur oder den guten Vertragsbedingungen mit

³⁷ Jensen (2000), S. 137

³⁸ Vgl. Alchian und Demsetz (1976), S. 777-795

Zulieferern das Ergebnis positiv beeinflusst wird. Aber ein gutes Management hätte unter diesen Umständen ein noch weit besseres Ergebnis erzielen können.

Jedoch können auch genau ausformulierte Verträge Manager nicht dazu bringen, verantwortungsvoll im Sinne der Manager zu handeln, so lange es nicht ihr Geld ist, mit dem sie wirtschaften.³⁹

Olsson (1999) erklärt, dass es nicht nur zwischen Eigentümer und Manager zu Interessenskonflikten kommen kann, sondern auch zwischen der Firma und ihren Kreditgebern. Und da weder der Eigentümer noch die Bank (Kreditgeber) ständig in alle Geschäfte involviert sein können, wird ein Management bestellt, welches auch wieder Grund für ein Agency-Problem darstellen kann.⁴⁰

Ein weiteres Problem ergibt sich aus der Tatsache, dass Manager und Aktionäre verschiedene Risikoeinstellungen besitzen. Amihud und Lev (1981) wiesen darauf hin, dass risikoaverse Manager dazu tendieren risikoarme Investments zu tätigen, auch wenn diese nur geringe oder sogar negative NPV vermuten lassen. Diese Situation ist in der Literatur auch unter dem Begriff der *risk reduction hypothesis* bekannt. Der Grund dafür ist, dass das Vermögen des Managers meist gänzlich vom Unternehmen abhängt. Aufgrund dieses spezifischen Humankapitals sind sie risikoavers. Anders die Situation der Aktionäre, die meist risikoneutral oder sogar risikofreudig sind, da sie ihr Vermögen und die daraus resultierenden Erträge diversifizieren können, indem sie in verschiedene Unternehmen investieren. So ist für einen Aktionär der Konkurs eines Unternehmens, bei welchem er einen Anteil besitzt ein Verlust von zukünftigen Erträgen, jedoch stellt der Umstand des Bankrotts für einen Manager einen kompletten Verlust seines Vermögens dar und trifft ihn daher viel stärker.

³⁹ Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 743

⁴⁰ Vgl. Olsson (1999), S. 35

4. Privatisierungen

„Privatization is the sale of enterprises that no one owns, and whose value no one knows, to buyers who have no money.“⁴¹

Janusz Lewandowski, Polish Minister of Privatisation.

Unter Privatisierung versteht man im Allgemeinen den Übergang eines staatlich geführten Unternehmens zu einem unter marktwirtschaftlichen Bedingungen geführten Gefüge. Jedoch ist dies nur die allgemeine Definition und bereits hier gibt es Kontroversen zwischen den verschiedenen Verfechtern. Viele sehen den eigentlichen Sinn des Privatisierungsprozesses nicht darin, Staatsvermögen einfach so schnell als möglich an die Bevölkerung abzugeben, sondern vielmehr darin, stattdessen die im Staatsbesitz befindlichen Unternehmen zuerst zu restrukturieren und dann anschließend zu privatisieren. Dies schafft den Vorteil, dass Unternehmen, die momentan vielleicht illiquide erscheinen mögen, aber in Zukunft möglicherweise doch Gewinne erwirtschaften, einem ineffizienten Konkursverfahren entgehen. Andererseits besteht wiederum die Gefahr, dass Manager aufgrund dieser falsch dargestellten „Sicherheit“ dazu verleitet werden, ihre Unternehmen eben nicht in dem Ausmaß zu restrukturieren, als dass sie zukünftig auch wirklich gewinnbringend weitergeführt werden könnten, sondern einfach wie zuvor weiterwirtschaften und sich nur mit Hilfe staatlicher Subventionen über Wasser halten.

Die andere allgemeine Meinung strebt ein genau gegenläufiges Verfahren an, nämlich die Unternehmen in genau dem Zustand, in welchem sie sich momentan befinden, ins Privateigentum zu transferieren und den neuen Eigentümern die Chance und alle damit verbundenen Möglichkeiten zu überlassen, selbst deren neu erworbene Unternehmen zu reorganisieren und neu zu strukturieren.⁴² Dies lässt erkennen, dass hinter dem Wort „Privatisierung“ eigentlich ein Prozess steht, der viel mehr ist als eine reine Transformation von Eigentumsrechten. Dieser Aspekt wird auch von Hermann Clement folgendermaßen festgestellt: „Der Übergang von staatlichem Eigentum zu Privateigentum verändert nicht nur die formalen Eigentumsstrukturen, sondern auch die Unternehmensorganisation und -kontrolle, die Vermögensverteilung und damit auch die Einkommensstruktur, in der Folge beeinflusst sie die soziale und politische

⁴¹ Olsson (1999), S. 87

⁴² Vgl. Schnitzer (2003), S. 12

Struktur der Gesellschaft insgesamt [...] und dass die Privatisierung selbst neue Interessengruppen hervorbringt, die wiederum auf die Gestaltung der institutionellen Rahmenbedingungen Einfluss nehmen.“⁴³

Hannula definiert den Privatisierungsprozess osteuropäischer Länder nicht einfach mit einer „Veränderung in Richtung Marktwirtschaft betroffener Unternehmen“, sondern unterstreicht ganz deutlich, dass die gesamte Wirtschaft eines Landes einer totalen Veränderung gegenübersteht. Privatisierung kann als Schlüssel zur Restrukturierung von nicht rentablen Unternehmen dienen und um ein solches Unternehmen effizient zu restrukturieren, muss es zu einem Eigentümerwechsel kommen.⁴⁴

4.1. Welche Ziele verfolgt die Privatisierung?

Es gibt verschiedene Gründe warum die absolute Verstaatlichung, wie es im Zentralplansystem üblich war, nicht mehr gewünscht wird. Einer ist bspw. die Annäherung an den westlichen Standard und die dadurch ermöglichte Teilnahme an einem Markt. Dazu äußerten sich auch Borensztein und Kumar (1991) folgendermaßen: „The evident failure of the central planning system has created a near consensus that a move to the market economy is necessary to achieve standards of living comparable to those of industrial economies in the West.“⁴⁵

Aber in den häufigsten Fällen werden die zusätzlichen Einnahmen genannt, die der Staat aufgrund der Privatisierung seiner Unternehmen erhält. Diese entstehen, da mitunter verlustbringende Unternehmen zum „Verkauf“ angeboten werden. Jedoch kann es auch sein, dass bereits etablierte Unternehmen im Rahmen einer groß angelegten Privatisierungswelle einen neuen Eigentümer bekommen sollen, wodurch dem Staat zukünftige Gewinne verloren gehen. Wichtig ist abzuschätzen, welche Nettoeinnahmen lukriert werden können, um zu sehen, ob sich ein geplantes Privatisierungsvorhaben aus Sicht des Staates auch wirklich lohnt. Um dies zu überprüfen, schlägt Plattner (1996) unter anderem folgende Vorgangsweise vor: Es sollte der heutige, gegenwärtige Wert, aller zu erwartenden zukünftigen Gewinne des Unternehmens, im Barwert wiedergespiegelt werden. Kann der Staat im Zuge der Privatisierung dann den heutigen Unternehmenswert erzielen, würde sich seine Budgetsituation nicht ändern, da ihm im Kaufpreis auch die künftigen Gewinne

⁴³ Vgl. Clement (2003), S. 3

⁴⁴ Vgl. Hannula, S. 72

⁴⁵ Borensztein und Kumar (1991), S. 2

abgegolten werden.⁴⁶ Jedoch geht man bei dieser Berechnung davon aus, dass sich die produktive Effizienz nicht ändert, unabhängig davon welchen Typus der Eigentümer (Staat, Privater, ...) besitzt. Weiters werden auch keine Transaktionskosten oder möglichen Veränderungen der Steuersituation einberechnet. Man darf jedoch nicht vergessen, dass es sich bei diesen (Verkaufs-)Erlösen nur um außerordentliche, einmalige Einnahmen handelt und so „findet nichts anderes als ein Tausch zwischen gegenwärtigen versus zukünftigen Nettoerlösen statt“⁴⁷, da die Einnahmen in Zukunft nicht weiterhin ansteigen können, wenn sich die Unternehmen nicht mehr im Staatsbesitz befinden. Wird andererseits ein in Staatshänden befindliches Unternehmen zu einem niedrigeren als den aktuellen Verkehrswert privatisiert, ergibt sich für den Staat sogar ein Nettoverlust. Diese Situation ergibt sich oft aus dem Verlangen, dass Staatsvermögen möglichst rasch an einen Großteil der Bevölkerung abgetreten werden soll, u.z. egal zu welchem Preis.

Man kann jedoch das Ziel, das Staatsbudget zu stärken nur erreichen, wenn ein Unternehmen nicht mehr durch den Staat finanziert wird. Im Kommunismus war es üblich, dass die Unternehmen vom Staat subventioniert wurden, da Vollbeschäftigung wichtiger war als effizientes Arbeiten und Gewinnmaximierung. Daher mussten sich Staatsoberhäupter, welche eine Marktwirtschaft anstrebten, im Klaren sein, dass dies nur gelingen kann, wenn es klar definierte Eigentumsrechte gibt und vormals staatliches Vermögen in private Hände gereicht wird.⁴⁸ Dies war auch eines der Probleme staatsnaher Banken, da einige dieser Banken auch weiterhin versteckte Subventionen an angeschlagene Unternehmen weiterreichten.⁴⁹

Zu den am Häufigsten genannten Zielen von Privatisierungen gehören unter anderem auch die Steigerung der Effizienz aufgrund von verbesserter Unternehmensorganisation und -kontrolle, Neuorganisationen der betroffenen Unternehmen und deren erlangte Kontrolle sowie der Zugang zu vorhandenem Know-How und Kapital. Vor allem ausländische Investoren wären hierfür geeignet.⁵⁰

Ein weiteres Ziel ist die Maximierung des Gewinnes eines Unternehmens. Wie bereits vorhin erwähnt, war dies nie das vorrangige Ziel des Kommunismus, ist es aber vielmehr für die neuen Eigentümer, die nun durch ihre eigene Arbeitskraft und Planung versuchen, ein gewinnbringendes und effizientes und vor allem nicht-staatsnahes

⁴⁶ Vgl. Plattner (1996), S. 65 – 69

⁴⁷ Schwartz und Lopes 1993, S. 14

⁴⁸ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 1

⁴⁹ Vgl. Gérard Roland (1995), S. 51

⁵⁰ Vgl. Schnitzer (2003), S. 13

Unternehmen zu betreiben und bei Gelingen mit einer Rendite dafür belohnt werden. Andererseits muss man hier auch wieder die Gefahr des Scheiterns in Betracht ziehen, deren sich die neuen Eigentümer in ihrer Tätigkeit als selbstständige Unternehmer aussetzen.

Ein anderes Ziel ist es, die Ressourcen und Güter frei zu verteilen. Es gibt nun keine vordefinierte Gleichverteilung von Ressourcen mehr, vielmehr hat man jetzt die Möglichkeit, sich einen höheren Lebensstandard durch Eigenleistung zu schaffen.

Als weiteres Ziel wird auch die rasche Umsetzung des Transformationsprozesses genannt, um die Neuorientierung auf die Marktwirtschaft schnellstmöglich durchzusetzen und nicht das „window of opportunity“ zu verpassen.⁵¹

Das letzte Ziel, und wohl eines der wichtigsten ist die Entwicklung von Corporate Governance Regeln, wodurch die Unternehmen zu einem fairen Verhalten gezwungen werden sollen.⁵²

4.2. Der Unterschied zwischen Privatisierungen in Osteuropa und in westlichen Staaten

Man darf nicht vergessen, dass sich die Situation in Osteuropa und dessen Bedürfnis nach Privatisierung weit von der Situation in einem westeuropäischen Land unterscheidet. Zum einen handelt es sich in Osteuropa um Länder, die einen enormen Bedarf an zu privatisierenden Unternehmen besitzen, während in Westeuropa nur mehr spezifische Betriebe privatisiert werden, zB die Post⁵³. In Osteuropa wurde mit einem Schwung, d.h. auf einmal, eine riesige Anzahl an Unternehmen privatisiert.

Andererseits muss man auch anmerken, dass innerhalb eines Landes meist gar nicht so viel freie finanzielle Mittel zur Verfügung stehen verglichen mit den angebotenen Gütern und die Leute daher gar nicht in der Lage sind diese zu kaufen.⁵⁴

Ein weiteres Problem stellen auch das höhere Maß an Korruption und der vorhandene Schwarzmarkt dar, welches das nötige Vertrauen von Investoren behindert.⁵⁵

⁵¹ Vgl. Schnitzer (2003), S. 13

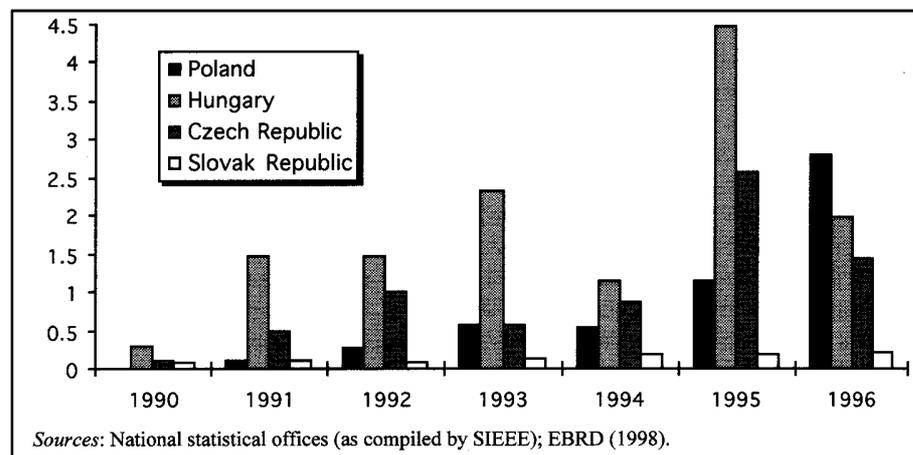
⁵² Vgl. Olsson (1999), S. 93f

⁵³ Vgl. <http://diepresse.com/home/wirtschaft/economist/338910/index.do?from=rss>

⁵⁴ Vgl. Boycko, Shleifer und Vishny (1993), S. 9

Wie bereits vorhin erwähnt, scheiterte es in Osteuropa oft an den finanziellen Mitteln, da der private Sektor nicht über ausreichend Gelder verfügte. Somit schien es unumgänglich zu sein, auch ausländische Investoren mit ins Boot zu holen. Diese Art von Investor wurde jedoch von einigen Ländern anfänglich nicht akzeptiert, doch wurde später auch die Teilnahme ausländischer Investoren ins Auge gefasst. Jedoch galten für diese oftmals andere Bedingungen. Beispielsweise mussten ausländische Investoren meist den gesamten Kaufpreis sofort in bar begleichen können, während inländische Investoren auf Ratenzahlungen zurückgreifen konnten.⁵⁶

Obwohl ausländische Investoren mitunter eine wichtige Rolle im Privatisierungsprozess osteuropäischer Länder gespielt haben, wenn sie auch erst später hinzugekommen sind, ist es nicht so, dass FDI (foreign direct investment) eine dominante Rolle in diesem Prozess eingenommen hat.⁵⁷



Grafik 7: Jährlicher FDI-Zufluss
Quelle: Olsson (1999), S. 228

Viele Studien haben gezeigt, dass mit Hilfe von FDI eine effiziente Privatisierung durchgeführt werden konnte und auch Corporate Governance Codizes am besten implementiert und umgesetzt wurden. Jedoch ist, gerade am Beginn des Transformationsprozesses, eine rasche Umsetzung des Privatisierungsvorhabens das Hauptziel vieler Reformländer gewesen, welches meist durch Gutscheinprivatisierungen, wie bspw. auch in der Tschechischen Republik, erfolgte. Außerdem wurde oft der Wunsch nach einer gleichverteilten Übertragung staatlicher Güter auf die Bevölkerung geäußert, bei der die Teilnahme ausländischer Investoren nicht möglich gewesen wäre.

⁵⁵ Vgl. Boycko, Shleifer und Vishny (1993), S. 9f

⁵⁶ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 4f

⁵⁷ Vgl. Kalotay und Hunya (2000), S. 44

Daher kamen laut Hare (1999) FDI anfänglich gar nicht in Frage, da ausländische Investoren nur an einem bestimmten, kleinen Teil der für die Privatisierung zur Verfügung stehenden Unternehmen interessiert waren und sich für den Staat Gutscheinprivatisierungen oder Insider-Privatisierungen förmlich angeboten haben.⁵⁸

Die tschechische Regierung hatte das Problem der fehlenden finanziellen Mittel erkannt und 1998 dafür gesorgt, dass auch ausländische Investoren am Privatisierungsprozess teilnehmen durften.⁵⁹ Auch in Polen entschied man sich 1997 dafür, ausländische Investoren mit ins Boot zu holen.

Allein die Restriktionen aufzuheben reichte aber nicht aus, auch musste der Staat für die nötige Stabilität, Sicherheit und Infrastruktur sorgen, um die Gunst ausländischer Investoren zu gewinnen.

Zahlreiche Arbeitsgruppen wurden gebildet die sich mit der Neustrukturierung und deren Folgen in den osteuropäischen Ländern auseinandergesetzt haben und diese auch genau analysierten und man bemerkte, dass die einzelnen Länder ganz unterschiedlich mit der Frage umgingen, auf welche Art und innerhalb welcher Zeitspanne, sie den Privatisierungsprozess durchlaufen wollten. Einerseits gibt es Länder, die innerhalb kürzester Zeit privatisiert wurden, während andere Länder durch Aufteilung des gesamten Prozesses in mehrere „Privatisierungswellen“ ihn sehr lange durchlaufen haben. Dies lässt sich allein bei der Betrachtung der drei Länder Polen, Slowakische Republik und Tschechische Republik leicht zeigen. Aber auch die Art und Weise, wie es zum gewünschten Eigentümerwechsel kam, könnte innerhalb dieser drei Länder nicht unterschiedlicher sein. Manche Staaten haben ihre Unternehmen förmlich verschenkt, andere wiederum wollten bis zum Schluss noch die Mehrheit der Stimmrechte behalten.⁶⁰

Viele Länder bevorzugten eine rasche Durchführung des Privatisierungsprozesses, da dadurch die Unkehrbarkeit des durchgeführten Systemtransformationsprozesses gesichert werden sollte. Eine rasche Umsetzung sollte somit Sicherheit vermitteln.

Für die Privatisierung kleiner Betriebe ist eine rasche Privatisierung nicht hinderlich, da die Investoren meist über die geforderten Mittel verfügen und das Unternehmen selbst

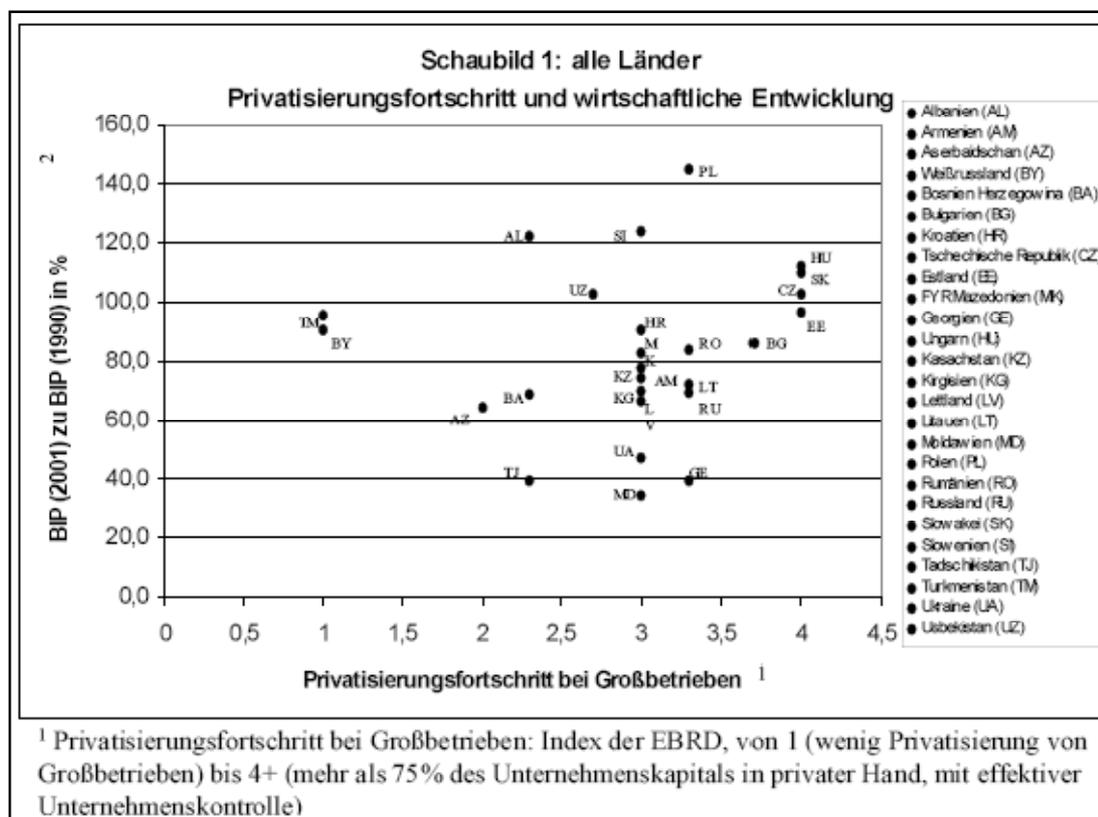
⁵⁸ Vgl. Kalotay und Hunya (2000), S. 46

⁵⁹ Vgl. Kalotay und Hunya (2000), S. 46f

⁶⁰ Vgl. Schnitzer (2003), S. 7

sehr überschaubar ist. Bei der Privatisierung großer Betriebe kann eine beabsichtigte rasche Privatisierung oft nicht eingehalten werden, da die anspruchsvolle Unternehmensbewertung, die Änderung der Rechtsform in meist eine Aktiengesellschaft und der oft nicht oder nur spärlich vorhandene Kapitalmarkt eine längere Durchführungsphase benötigen. Nicht so war es jedoch in der Tschechischen Republik, da hier mittels Massenprivatisierung, vor allem aufgrund der gewählten Methode der Gutscheinprivatisierung viele Schritte, wie die genaue Bewertung etc., nicht oder nur gering beachtet wurden und somit der Prozess deutlich beschleunigt wurde (näheres dazu jedoch im Kapitel 4.9). Oft wurde aber der Fehler begangen, in erster Linie die lukrativen Unternehmen zu privatisieren, da dadurch hohe Erträge erwartet wurden. Dies hatte jedoch den unangenehmen Beigeschmack, dass die verlustbringenden Unternehmen nun stärker das Budget belasteten, da deren Verluste nicht mehr durch die Erträge der gewinnbringenden Unternehmen kompensiert wurden, und das Staatsbudget somit noch mehr belastet wurde.⁶¹

In Grafik 7 wird der Zusammenhang zwischen Privatisierungsfortschritt und Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes (BIP) dargestellt und man erkennt, dass es hier keine positive Korrelation gibt.



Grafik 8: Zusammenhang zwischen Privatisierungsfortschritt und Entwicklung des BIPs
Quelle: Schnitzer (2003), S. 8

⁶¹ Vgl. Plattner (1996), S. 99f

4.3. Bewertung der Staatsunternehmen

Der Großteil dieses Kapitels basiert auf dem theoretischen Werk von Plattner (1996)⁶².

Um ein Unternehmen zu einem angemessenen Preis privatisieren zu können, muss man seinen Marktwert kennen und dieser lässt sich beispielsweise mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermitteln. Bei dieser Methode ist jedoch das Going-Concern Principle absolute Voraussetzung, andernfalls kann der Substanzwert oder der Liquidationswert errechnet werden, um einen Anhaltspunkt für den Unternehmenswert zu bekommen.

In Osteuropa kam es innerhalb der Privatisierungsphase manchmal zu vorangesetzten **Restrukturierungen** noch bevor die wirkliche Privatisierung und die damit verbundene Eigentümer-Wandlung stattfanden. Nachfolgend eine Aufstellung einiger Restrukturierungsarten (Frederick 1994, S. 64ff):

Rechtliche Restrukturierung: Hierbei wird die Rechtsnatur eines Staatsunternehmens in jene einer Kapitalgesellschaft (Aktiengesellschaft oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung) umgewandelt und ist dann vorerst eine Ein-Personen-Gesellschaft mit nur einem Gesellschafter. Dies erleichtert die Privatisierung dahingehend, dass dadurch nach Belieben die einzelnen Anteile verkauft werden können und der Staat sich das Recht vorbehaltet zu entscheiden, wie viel bzw. wie hoch der Anteil sein soll, den er Privaten zur Verfügung stellen will. Weiterer Vorteil dieser rechtlichen Restrukturierung für den Investor ist, dass aufgrund der Umformung in eine Kapitalgesellschaft beispielsweise die Rechnungslegung dem jeweiligen Erfordernis bereits angepasst wurde und ein Unternehmen aufgrund von Veröffentlichungspflichten leichter bewertet werden kann.

Finanzielle Restrukturierung: Unter der finanziellen Restrukturierung eines Unternehmens versteht man die neuerliche Bewertung der Aktiva und Passiva, um einen Überblick über die aktuelle Finanz- und Solvabilitätssituation zu erhalten. Die Finanzsituation eines staatlich geführten Unternehmens ist eher passiver Natur, jedoch nicht in einer Marktwirtschaft. Hier ist die Finanzlage dem primären Interesse eines Investors oder sonstigen Beteiligten (Stakeholder) gewidmet, da dies über die Möglichkeiten am Markt, die Erwartungen für die nahe Zukunft und seinem Bestehen und natürlich auch über mögliche Kredit- und Geldaufnahme und die damit verbundenen Konditionen entscheidet.

⁶² Vgl. Plattner (1996) S. 95f

Organisatorische Restrukturierung: Die Form der Restrukturierung befasst sich mit der Neuorganisation eines Unternehmens hinsichtlich des hierarchischen Aufbaus und/oder der Arbeitsabläufe und die darin eingebundenen Beschäftigten.

Operationale Restrukturierung: Darunter wird die Neuorganisation bzw. Modernisierung von Arbeitsschritten und Arbeitsmitteln verstanden. Beispielsweise können in einem Produktionsbetrieb Maschinen erneuert werden, um ein effizienteres und damit wettbewerbsfähigeres Arbeiten zu ermöglichen. Andererseits könnten Arbeitsschritte vereinheitlicht werden, um zB bei der Beschaffung kostengünstiger handeln zu können.

Oft werden die beiden letztgenannten Restrukturierungsarten zusammen durchgeführt, da aufgrund von organisatorischen Veränderungen auch automatisch operationale Änderungen notwendig erscheinen. Andererseits, wenn Arbeitsschritte angepasst werden, ist es oft nicht vermeidbar, auch organisatorische Änderungen hinsichtlich der Hierarchie und den Ressortzuständigkeiten vorzunehmen. Ebenfalls ist es vorstellbar, dass diese beiden Restrukturierungsmaßnahmen in erster Linie von privaten Investoren vorgenommen werden, da diese bereits genaue Vorstellungen über die zukünftige Unternehmenspositionierung besitzen.

Welche der vielen Privatisierungsstrategien jedoch die effizienteste ist, lässt sich auch heute noch schwer sagen. Zu Beginn wurde die Variante der Massenprivatisierung, wie sie auch in der Tschechischen Republik zwischen 1992 und 1995 angewandt wurde, stark beworben, da darauffolgende geringe Arbeitslosigkeits- und Inflationsraten und daraus resultierende steigende Wachstumsraten dafür sprachen. Im tschechischen Fall wurden die Staatsunternehmen mittels Gutscheinausgabe auf die Bevölkerung aufgeteilt und durch Aussagen von Instituten wie der Weltbank, dass die Massenprivatisierung die bisher erfolgreichste Methode sei, wurde dies auch lange Zeit bestätigt. Jedoch konnte auch diese Art der Privatisierung nicht lange unangefochten als das Maß aller Dinge überleben und spätestens als die Wachstumsraten in der Tschechischen Republik massiv zurückgingen und Spezialisten von dieser Privatisierungsart abrieten, galt die Massenprivatisierung nicht mehr als die einzig wahre Privatisierungsmethode. Auch ein OECD Report aus dem Jahre 1998 riet von dieser Art, den Eigentümerwechsel durchzuführen, ab, da man glaubte, dass die

Methode der Gutscheinprivatisierung zu keiner vernünftigen Corporate Governance führen würde.⁶³

So kamen die verschiedensten Methoden zum Einsatz, um staatliche Unternehmen in private Hände zu überführen und jede dieser Methoden hat ihre Vor- und Nachteile.

4.4. Methoden der Privatisierung

Wenn es darum geht, welche Methode zu der intensivsten Veränderung einer Gesellschaft und Restrukturierung beiträgt, ist der direkte Verkauf die beste Wahl. Grund dafür ist es, dass frisches Kapital benötigt wird, um eine intensive Restrukturierung vornehmen zu können und dafür ist es meist notwendig, dass Unternehmensfremde als Investoren einsteigen, die das erforderliche Kapital zur Verfügung stellen können. Jedoch merkt Hannula an, dass zu Beginn der Privatisierungswelle die Gutscheinprivatisierung häufig als erfolgreicher und geeigneter angesehen wurde, da diese Art der Privatisierung zur Bildung starker Finanzintermediäre führen sollte. Diese Investitionsfonds wiederum besäßen nicht nur die nötige Macht, sondern auch das nötige Kapital, um in der Unternehmensführung eine wichtige Position einnehmen zu können.⁶⁴

Öffentliches Angebot von Aktien: Eine der vielen Möglichkeiten ein Unternehmen zu privatisieren stellt ein IPO (Initial Public Offering) dar. Hierbei bringt der Staat die Gesamtheit seines Unternehmens auf den Kapitalmarkt, wo er es dann anschließend auch verkauft. Natürlich kann sich der Staat auch einen Teil seines Unternehmens behalten. Somit gehört er auch weiterhin zu den Anteilseignern dieses Unternehmens, kann sich dann aber in Zukunft jederzeit problemlos von diesen Anteilen trennen. Häufigste Anwendung findet das Verfahren, ein Unternehmen mit Hilfe eines Angebots mit festem Preis zu privatisieren. Hierbei erhält jeder Mitbieter, seinen gewünschten Anteil, sofern genügend freie Anteile vorhanden sind. Dadurch ist die Wahrscheinlichkeit größer, eine breite Streuung unter den künftigen Eigentümern zu erzielen. Jedoch kann es im Nachhinein leicht passieren, dass sich die Eigentümerkonstellation verändert und es zu einer konzentrierten Eigentümerstruktur

⁶³ OECD Report (1998), S. 49

⁶⁴ Vgl. Hannula, S. 73

kommt, da möglicherweise viele Aktionäre ihre Anteile wieder an der Börse verkaufen, um Gewinne zu erzielen. Dies ist besonders wahrscheinlich, wenn die Unternehmensanteile zu einem niedrigeren Kurs als den Marktwert ausgegeben wurden, oder aufgrund der Privatisierung und der sich daraus steigenden Erträge der Wert des Unternehmens enorm steigt. Es führt auch zu einem größeren Interesse bei der breiten Masse, da es sich hierbei um ein leicht-verständliches Verfahren handelt. Der Vorteil der Privatisierung mittels öffentlichen Angebots liegt eindeutig in der Transparenz aufgrund der Durchschaubarkeit dieses Prozesses und der damit verbundenen großen Zustimmung vonseiten der Bevölkerung. Jedoch sollten hierfür bekannte und rentable Unternehmen herangezogen werden, da private Anleger mehr Bereitschaft zeigen in diese zu investieren.

Eine weitere Variante Staatsunternehmen zu privatisieren ist, sie mit Hilfe eines **privaten Verkaufs** in die Hände Privater zu übergeben. Hierbei verkauft der Staat sein ganzes Unternehmen oder einen Teil eines Unternehmens, wie der Name schon sagt, „privat“ an einen Investor. Dadurch wird eine weite Streuung der neuen Eigentümer vermieden. Falls eine Streuung dennoch gewünscht ist, kann natürlich auch ein kleinerer Teil über ein öffentliches Angebot privatisiert werden. Die Auswahl eines geeigneten Investors erfolgt meist mittels Wettbewerbsverfahren, das sowohl öffentlich als auch geschlossen vollzogen werden kann. Auf welchen Interessenten danach die Wahl fällt, hängt allein von den Zielvorstellungen des Staates ab. Einerseits kann es, wie es auch der häufigste Fall sein wird, der gebotene Preis sein, zu dem der Staat sein Unternehmen veräußern will. Andererseits kann es auch eine andere Eigenschaft sein, welche ein Investor vorweisen können muss, die dem Staat wichtig ist, wie bspw. die Finanzstärke, das Fachwissen oder die Beziehungen innerhalb einer bestimmten Branche, die ihm für die Auswahl wichtig erscheinen. Durch letztgenannte Eigenschaften kann auch ein momentan noch eher verlustbringendes Unternehmen mit hoher Wahrscheinlichkeit verkauft werden, da gerade diese Investoren Interesse zeigen, solche Unternehmen günstig zu erwerben, um sie dann von Grund auf restrukturieren zu können. Aufgrund der Überschaubarkeit der Interessenten und schließlich und endlich aufgrund des „engen“ Kontaktes zwischen Verkäufer (Staat) und Käufer (Investor) können auch Verträge über die zukünftige Entwicklung, die geplanten Investitionen, die Sicherung der Arbeitsplätze und die Versorgung der Bevölkerung abgeschlossen werden, die wiederum bei öffentlichen Angeboten schwerer umgesetzt werden können. Jedoch muss der Staat gerade bei solch einer

Variante versuchen genügend Transparenz zu vermitteln, um sich die nötige Zustimmung innerhalb der Bevölkerung sichern zu können.

Vorteil dieser Methode ist es, dass sie schnell durchgeführt werden kann und der Meistbieter den Zuschlag erhält, was wiederum zu sofortigen Staatseinnahmen führt. Ein Problem könnte laut Boycko, Shleifer und Vishny (1993) darin bestehen, dass falls nicht genügend finanzielle Mittel aufgebracht werden können, es sein kann dass das Unternehmen zu einem niedrigeren Preis verkauft wird oder sich mehrere Personen beteiligen müssen und dadurch nicht die gewünschte Eigentümerstruktur gebildet werden kann.⁶⁵

Verkauf von Unternehmensvermögen: Diese Variante ist wie die eben beschriebene zu sehen, was die Durchführung betrifft. Sie wird aber meist verwendet, wenn eben nur ein Teil des Vermögens veräußert werden soll oder kein passender Investor für das gesamte Unternehmen gefunden werden konnte.

Reorganisation und/oder Zerlegung in verschiedene Unternehmenseinheiten: Wie der Name schon sagt, wird bei dieser Variante ein Unternehmen in einzelne, eigenständige Unternehmen aufgeteilt. Diese Methode kann bspw. gewählt werden, wenn nur Teile des alten Unternehmens privatisiert werden sollen. Vorstellbar wäre einerseits die Möglichkeit, die einzelnen, neu erschaffenen Unternehmen voneinander unabhängig existieren zu lassen oder diese Unternehmen einer gemeinsamen Holding zu unterstellen. Ein weiterer Vorteil dieser Methode der Aufspaltung eines alten Unternehmens ist, dass man nun die einzelnen, neuen Unternehmen nach der jeweils dafür geeignetsten Variante privatisieren kann und somit die Erträge versuchen wird zu maximieren.

Private Investitionen in einem Staatsunternehmen: Hier ist das Ziel nicht jenes, die Unternehmen vollständig zu privatisieren, sondern vielmehr einen Teil des Unternehmens zu behalten und für den anderen Teil einen Miteigentümer zu finden. Dies ist oft der Fall, wenn sich zu wenig Eigenkapital im Staatsunternehmen befindet. Man kann diese Variante als Joint-Venture von Privatinvestoren und Staat sehen, bei

⁶⁵ Vgl. Boycko, Shleifer und Vishny (1993), S. 7

dem das Ziel meist Know-How Zuwachs oder Finanzhilfe heißt und genau nach diesen Kriterien wird auch der potentielle Partner ausgewählt.

Management/Employee Buyout: Hier wird ein Unternehmen von seinen Managern oder der Belegschaft erworben. Der Vorteil liegt darin, dass diese Investoren das Unternehmen kennen, jedoch kann auch genau in diesem Argument der Nachteil gesehen werden, da dadurch keine neuen Ideen bzw. Ansichten von Außen in das Unternehmen einfließen („betriebsblind“). Der Erwerb kann bspw. auch damit finanziert werden, dass ein zukünftiger Lohnverzicht vereinbart wird, dadurch wird auch gleichzeitig sichergestellt – zumindest solange das Unternehmen existiert - dass es zu keiner Entlassung kommen kann oder manchmal werden bestehende Schulden auch vom Staat übernommen, wenn andere Varianten für dieses Unternehmen nicht als geeignet erscheinen oder möglich sind. Natürlich bringt die zuletzt genannte Variante eine enorme Budgetbelastung des Staates mit sich, kann aber immer noch rentabler sein, als dieses Unternehmen unter der Staatsgewalt weiter zu führen.

Leasing und Management Verträge: Bei diesen Varianten will der Staat normalerweise das betroffene Unternehmen nicht gänzlich privatisieren, sondern vielmehr das Know-How und die Fähigkeiten eines externen Managements nützen. Normalerweise handelt es sich um kurz- bis mittelfristige Verträge. Dieser Vorgang kann bspw. auch als Vorstufe zu einer geplanten Privatisierung vonstatten gehen, um ein Unternehmen zuerst zu restrukturieren. Dies kann jedoch nur funktionieren, wenn der Staat als Vertragspartner bereit ist, dem privaten Investor genügend Spielraum zu überlassen. Management-Verträge werden meist bei Unternehmen mit nur temporären Problemen vereinbart, für die man Vertragspartner der gleichen Branche sucht. Bei einem Leasingvertrag hingegen werden die Wirtschaftsgüter des Betriebes gegen ein bestimmtes Entgelt an den privaten Investor übertragen, um in diesem den nötigen Spielraum zu überlassen. Er kann dann auch die daraus resultierenden Erträge abzüglich der vereinbarten Gebühren einnehmen.

Gutscheinprivatisierung (Voucher-Privatization):

Oftmals werden die Gutscheine, welche gleichzeitig Berechtigungen auf Anteilsscheine darstellen, gratis an die jeweilige Bevölkerung ausgegeben, da das Ziel

verfolgt wird, eine gleichmäßige Vermögensaufteilung innerhalb des Landes zu gewährleisten. Jedoch sind in allen hier erwähnten Fällen von Massenprivatisierung mittels Gutscheinen nur bestimmte Sektoren aufgrund dieser Methode in private Hände gelangt und bestimmte Unternehmen wurden mit herkömmlichen Methoden, wie dem Verkauf, privatisiert.⁶⁶

Eine in der Literatur oft gestellte Frage ist: Ist die Massenprivatisierung ein geeignetes Instrument? Um diese Frage beantworten zu können, muss man zuerst den Unterschied zwischen einer normalen Privatisierung, bspw. über den Verkauf von Aktien, und einer Massenprivatisierung, bspw. mittels Gutscheinvergabe, feststellen. Die Massenprivatisierung unterscheidet sich von der normalen Privatisierung mittels Verkauf laut Boycko, Shleifer und Vishny (1993) einerseits dadurch, dass die Verteilung der Güter, das sind die Vermögenswerte der vormals staatlichen Unternehmen, frei über die gesamte Bevölkerung hinweg erfolgt. Weiters wie der Name schon sagt, wird eine Vielzahl an Unternehmen diesem Prozess gleichzeitig unterzogen. Und aufgrund der beiden zuvor genannten Aspekte ist der Durchführungszeitraum einer Massenprivatisierung kürzer.

Natürlich kann die Massenprivatisierung auch auf verschiedene Arten erfolgen. Man könnte bspw. versuchen, die Unternehmensanteile in sogenannten Investmentfonds zu kumulieren und nur deren Anteile an die Bevölkerung zu vergeben. Oder man wählt eine Kombination aus verschiedenen Varianten, wie es auch in den meisten Ländern getan wurde.

Ein Vorteil der Massenprivatisierung liegt eindeutig darin, dass ein Großteil der Unternehmen nicht einfach an „mächtige“ Politiker oder Ex-Kommunisten weitergereicht werden kann, sondern fair auf die gesamte Bevölkerung aufgeteilt wird. Dadurch erlangt man auch die Zustimmung des Volkes, da der Bevölkerung aufgrund der Gutscheine ein Anteil am Staatsvermögen garantiert wird. Selbst wenn es in der Bevölkerung zu einem Umschwung kommen sollte, ist eine groß angelegte Massenprivatisierung schwerer rückgängig zu machen als eine Privatisierung, die über direkte Verkäufe erfolgt. Boycko, Shleifer und Vishny (1993) sind der Ansicht, dass eine Gutscheinprivatisierung das Interesse der Bevölkerung weckt. Zum einen erhalten sie Gutscheine und werden angeregt, sich Gedanken darüber zu machen, in welches Unternehmen sie einsteigen wollen und sich über die einzelnen Firmen und deren Daten genau zu informieren. Weiters besteht auch meist die Möglichkeit in Investmentfonds zu investieren, die wiederum eine eigene Veranlagungsstrategie verfolgen. So

⁶⁶ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 5ff

kann eine Privatisierung auch der gewöhnlichen Bevölkerung lukrativ erscheinen, denn es ist sinnvoller die Leute zu animieren, sich an dem Prozess zu beteiligen, als ihnen ein Zertifikat in die Hand zu drücken, welches sie teilnahmslos unter der Matratze oder der Bank aufbewahren.⁶⁷

Massenprivatisierung ist aus folgenden drei Hauptgründen schneller durchführbar als die Privatisierung mittels Verkauf: Man benötigt keine vorherige Unternehmensbewertung, muss keinen Auswahlprozess zur Käuferfindung durchgehen und muss nicht so viele Vorbereitungen treffen.

Ein Grund, der auch gegen die Übertragung in die Hände von Insidern, sprich Managern und Arbeitern des Unternehmens, spricht ist, dass Insider oft nicht die erforderlichen Restrukturierungsmaßnahmen, wie Entlassungen und organisatorische Änderungen durchzuführen bereit sind. Außerdem sind sie nicht so effizient im Umgang mit den vorhandenen Ressourcen, da sie ein anderes Verwaltungssystem gewohnt sind und mitunter auch als betriebsblind gelten. Weiters muss man sagen, dass Insider oft gewillt sind, alles beim Alten zu belassen und das fortzuführen, das im staatlichen System gelebt wurde.⁶⁸ So gesehen kann man sagen, dass eine Massenprivatisierung im Gegensatz zu einer Privatisierung mittels Verkauf effizient erscheint und zur Alternative, keine Privatisierung durchzuführen und das System des Planmarktes fortzuführen, positiv zu betrachten ist. Somit bleibt nur noch ein Nachteil der Massenprivatisierung bestehen, nämlich, dass kein effizientes Corporate Governance eingeführt wird, da es keine Blockholder gibt, die die Manager und deren Führungsstil beurteilen und in gewisse bahnen leiten.

Die Ausführung der Gutscheine ist jedoch von Land zu Land unterschiedlich. Im Fall der Tschechischen Republik stellte ein Gutschein eine gewisse Anzahl an Punkten dar, die ein Einzelner befugt war zu erwerben. Mancherorts konnte man Gutscheine untereinander handeln und tauschen. Möglich wäre es auch gewesen eine beschränkte Ausgabe von Gutscheinen durchzuführen. Bei dieser Variante hätte nicht die gesamte volljährige Bevölkerung Gutscheine erwerben können, sondern nur ein ausgewählter Kreis an Menschen (z.B.: Bewohner bestimmter Regionen).⁶⁹

In der Tschechoslowakischen Republik wurde die reine Gutscheinprivatisierung präferiert und die Kombination aus Gutschein und Bargeld nicht genutzt. Ein möglicher Grund könnte gewesen sein, dass, wenn man eine gemischte Auktion zulässt vor allem

⁶⁷ Vgl. Boycko, Shleifer und Vishny (1993), S. 13

⁶⁸ Vgl. Boycko, Shleifer und Vishny (1993), S. 13f

⁶⁹ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 5ff

finanziell besser situierte Personen Vorteile besitzen, da sie andere weniger wohlhabende Bürger aus dem Rennen werfen. Dies wird durch eine nicht proportionale Auktion, bei der man auch mit nur einer geringen Menge an Gutscheinen aber dafür mit einem Großteil an Geld mitbieten kann, weiter intensiviert. Das heißt, reine Gutscheinauktionen verteilen das einstige Staatsvermögen unter faireren Gesichtspunkten gleichmäßig auf die Bevölkerung – wie es auch eines der Hauptziele vieler Transformationsländer ist – und bevorzugt somit sogar kleinere Investoren, da sie die gleichen Chancen haben wie alle anderen. Ein großer Nachteil besteht jedoch darin, dass es zu keinen Einnahmen für den Staat kommt, wenn Gutscheine kostenlos verteilt werden. Somit müssen zumindest ein paar Unternehmen verkauft werden, um wenigstens die Kosten für die Auktion zu erwirtschaften.

Es gibt verschiedenste Varianten Gutscheine abzubilden und auszugeben. Manche Länder haben sich dazu entschlossen, Gutscheine in Punktwerten anzubieten, was sie weniger geldmäßig erscheinen lässt und man sich dadurch verspricht, dass sie im Bieterprozess auch bis zu einem gewissen Maß leichtfertiger abgegeben werden. Wenn Gutscheine in einer bestimmten Währung anstatt in neutralen Punkten wiedergegeben werden, besteht die Gefahr, dass es zu einem Wertverfall der Gutscheine kommen kann, falls die Entwicklung der Währung negativ verläuft. Dadurch würden sich viele Menschen um ihr Geld betrogen fühlen. Andererseits muss man jedoch sagen, dass Gutscheine abgebildet in Währungen einem mehr das Gefühl vermitteln, dass der Staat „Vermögen“ an seine Bevölkerung abgibt.

Eine rein gutscheinorientierte Privatisierung von Unternehmen stellt einerseits das Problem dar, dass die „normale“ Bevölkerung meist wenig bis gar keine Ahnung sowie Expertise in Hinblick auf Unternehmenskontrolle aufweisen kann, andererseits aber auch gar nicht dazu in der Lage wäre, diese auch effizient auszuüben, da meist so eine starke Streuung entsteht, dass das Einzelrecht unbedeutend werden würde. Ein anderes Problem würde sich folgendermaßen darstellen: Würden alle Unternehmen gleichzeitig mittels Gutscheine privatisiert werden, käme es zu einem unüberwindbaren Aufwand, da es zu Tausenden, wenn nicht sogar Millionen von Geboten kommen würde.⁷⁰ „If the auction process left some unsold enterprises or unused vouchers, it would mean that the enterprises being sold were not valued correctly, and the bidding must continue.“⁷¹

⁷⁰ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 5ff

⁷¹ Borensztein und Kumar (1991), S. 7

Natürlich kann es auch sein, dass gewisse Personen gar nicht am Bieterprozess aktiv teilnehmen wollen und so ihre Gutscheine anderwärtig verwerten wollen. Ist es mehr der Grund, dass man sich nicht mit der Anzahl an plötzlich zur Verfügung stehenden Unternehmen auseinander setzen will, könnte man an einer Investition in einen Investmentfonds interessiert sein. Oder ist man in keinsten Weise an der Privatisierung interessiert und hat auch nicht das Bedürfnis sich bei einem Unternehmen zu beteiligen, dann könnte man auch noch den Verkauf seiner Gutscheine an andere Mitstreiter als Alternative betrachten.

Für den Fall, dass Gutscheine auch gegen Geld eingetauscht werden können, könnte die Bevölkerung durch Umtauschen dieser eine Privatisierung rückgängig machen. Am meisten werden sog. Low-Income Workers dazu tendieren, ihre Gutscheine in „brauchbares“ Geld einzutauschen. Da aber auch aufgrund von effizienterem Arbeiten das Risiko der Arbeitslosigkeit nach Privatisierungen vermehrt wird, würde genau diese soziale Schicht zweifach betroffen sein, da sie, wenn sie den Job verlieren, nicht einmal von Ertragsgewinnen bei Unternehmen profitieren können. Um diese Gefahr zu vermeiden, haben sich die meisten Länder dazu entschlossen, Gutscheine nicht in Geld tauschbar zu machen.

Es kann die verschiedensten Ziele und Gründe geben, die zum Entschluss führen Staatsunternehmen zu privatisieren. Wie bereits vorher erwähnt, besitzt auch jede Methode ihre eigenen Vor- und Nachteile und man wird sich im Vorhinein darüber klar sein müssen, welches Ziel nun konkret verfolgt werden soll. Soll der Staat entlastet werden, indem er sanierungsbedürftige und kostenintensive Unternehmen abstößt oder will er seinen Staatshaushalt durch den gewinnbringenden Verkauf eines attraktiven Unternehmens stärken. Oder steht einfach eine Effizienzsteigerung bei bestimmten Unternehmen und darauffolgende Stärkung des Marktes im Vordergrund? Dies sind Fragen, die man vorher beantworten muss, um auch die passende Methode für die bevorstehende Privatisierung finden zu können. Beispielsweise wird man Unternehmen, welche förmlich florieren und auch dafür bekannt sind, leicht über ein öffentliches Angebot und den Verkauf durch Aktien privatisieren können und andererseits werden Unternehmen, die bisher eher ineffizient wirtschafteten, nur schwer mit dieser Methode verkauft werden können. Hier wird man das betroffene Unternehmen zuvor restrukturieren müssen und an einen Investor übergeben, der den Anreiz besitzen muss, das Unternehmen neu zu strukturieren und aufzubauen. Bei der erstgenannten Situation wird es sich wohl um genau jene Situation handeln, bei der der Staat seine Einnahmen erhöhen will, während die zuletzt beschriebene Situation eine klare Abstoßung von verlustreichen Unternehmen widerspiegelt und der Staat die

Ausgabenseite entlasten will. Man sieht, dass nicht nur die gewünschten Ziele eine wichtige Rolle für die Wahl der passenden Methode spielen, sondern dass auch die jeweiligen Gegebenheiten, wie finanzielle Situation des Unternehmens, ins Auge gefasst werden müssen.⁷²

4.5. Investmentfonds

Vielfach stellt sich die Frage, wie man eine gesunde Kontrolle bzw. Eigentümerstruktur schaffen kann, besonders im Fall von Gutscheinprivatisierungen, bei denen es zu einer massiv gestreuten Eigentümerkonstellation kommt. Das Problem liegt darin, dass keiner der Minderheitsaktionäre auch nur in irgendeiner Weise wirklich Kontrolle gegenüber den Managern des Unternehmens ausüben kann. Deshalb benötigt es ein Organ, welches einerseits über Macht verfügt, d.h. genügend Anteile an einem Unternehmen und das nötige Know-How besitzt und über Unternehmensführung und die Branche selbst Bescheid weiß. Weiters sind Borensztein und Kumar (1991) der Meinung, dass Manager, wenn sie einer großen Anzahl von Eigentümern gegenüberstehen, weitaus weniger Skrupel besitzen und nicht so stark an Profitmaximierung interessiert sind.⁷³ Eine oft genannte Lösung ist das Zwischenschalten von Finanzintermediären, auch oft Privatisierungs- bzw. Investmentfonds genannt. Diese, oder besser gesagt deren Vermögen wird von der Öffentlichkeit, das sind Private, gehalten, von denen sie Kapital zur Verfügung gestellt bekommen. Dadurch können sich Finanzintermediäre als Hauptaktionäre an anderen Unternehmen beteiligen.

Somit kann man sagen, dass Privatisierungsfonds eine große Rolle im Privatisierungsprozess osteuropäischer Länder spielten, da viele Personen indirekt über genau diese ihre Gutscheine einsetzten. Der Vorteil, welcher die Investitionsfonds unabdingbar und zu einem logischen Bestandteil machte, war einfach der Informationsmangel, welchen sich die „normale“ Bevölkerung eingestehen musste. Auch durch den Hintergrund geprägt, dass im Zuge der Massenprivatisierung so gut wie keine Bewertungsgutachten erstellt wurden, war es für den Normalbürger so gut wie unmöglich herauszufinden, welchen Wert ein Unternehmen besitzt. Anfänglich unterlagen die Investitionsfonds auch keinem speziellen Gesetz. Sie wurden jedoch –

⁷² Vgl. Plattner (1996), S. 83f

⁷³ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 7ff

geprägt durch die intensive Werbung – immer wichtigere Bestandteile des Privatisierungsprozesses.⁷⁴

Jedoch gab es auch Skeptiker, welche den Fonds nur kurzfristige Gewinnabsichten zusprachen oder die Tatsache, dass innerhalb kurzer Zeit der Großteil der Industrie in deren Händen liegen würde, als Problem sahen. Um diese Gegenpolarisierung zu mindern und zu verhindern, dass es zu einer Kontra-Privatisierungseinstellung in der Bevölkerung kommt, hat sich die Regierung entschlossen, auch Investitionsfonds bestimmten Regeln zu unterwerfen: Platter führt folgende vier Punkte an: (1) ein Fonds musste eine Streuung in seinem Portefeuille aufweisen können. Somit sollte sichergestellt werden, dass eine gute Mischung bzw. bessere Diversifizierung von Unternehmensrisiken sichergestellt wird, (2) wurde festgeschrieben, dass nicht mehr als 20 % eines Unternehmens in einem einfachen Investitionsfonds gehalten werden durfte. In einem Dachfonds, welcher wiederum mehrere Subfonds besitzt, durften hochgerechnet nicht mehr als 40 % an einem bestimmten Unternehmen gehalten werden. (3) Maximal zehn Prozent des vorhandenen Fondskapitals darf in ein einziges Unternehmen investiert sein und (4) Fonds – ausgenommen Dachfonds – dürfen nicht gegenseitig in sich investieren, sondern ausschließlich in privatisierte Unternehmen. Weiters verlangte man von den Fondsgesellschaften, wie auch bei Kapitalgesellschaften üblich, bestimmte Daten zu veröffentlichen, um eine bessere Transparenz bieten zu können.⁷⁵

Wie schon vorher erwähnt, stellten Investitionsfonds für private Bürger primär eine Möglichkeit dar, Risiko auszulagern und den Informationsfluss zu nutzen.

Ein weiterer Vorteil von Privatisierungsfonds liegt darin, dass die Bevölkerung aufgrund der Diversifikation eine Steigerung des persönlichen Wohlstandes wiederfährt, da der Bürger durch den Fondsanteil indirekt an mehreren Unternehmen beteiligt ist.⁷⁶

Blanchard et al (1991) nannten zur Lösung der Gefahr, dass Finanzintermediäre zu groß werden und beginnen wie Staatsorgane zu handeln folgenden Vorschlag: Man sollte Investmentfonds rein mit der Aufgabe betrauen ein Unternehmen zu restrukturieren und sie anschließend selbst innerhalb einer festgesetzten Zeit privatisieren.⁷⁷ Und um ein effizientes Arbeiten zu gewährleisten und das Principal-

⁷⁴ Vgl. Plattner (1996), S. 151

⁷⁵ Vgl. Plattner (1996), S. 151-159

⁷⁶ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 12

⁷⁷ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 18f

Agent-Problem so gut wie möglich in den Griff zu bekommen, sollen die Manager dieser Finanzintermediäre eine variable Entlohnung in Bezug auf das erwirtschaftete Ergebnis erhalten.⁷⁸

4.6. Probleme und Alternativen

Wie bereits erwähnt, kann die Wahl der Privatisierungsmethode über Erfolg oder Misserfolg dieser Mission entscheiden und sollte somit wohl überlegt sein. Für den Start des Privatisierungsprozesses sollte versucht werden, das öffentliche Interesse zu wecken und die allgemeine Stimmung in eine Pro-Privatisierungsrichtung zu leiten. Beginnen sollte man im Übrigen auch mit Unternehmen, deren Privatisierung als Erfolg wahrscheinlich erscheint. Institutionen für die Durchführung müssen ebenfalls mit der Aufgabe vertraut werden (zB Ministerien, spezielle Komitees bestehend aus Experten der Regierung, Gewerkschaften, Banken, etc.). Falls es zu Verkäufen an große Investoren kommen soll, sollten außerdem Gutachter bestellt werden, die diese auf ihre Fähigkeiten, Kompetenzen und (finanziellen) Möglichkeiten hin überprüfen.

Externe Investoren bestehen mitunter darauf, das momentan vorhandene Management auszutauschen und somit kann diese Methode des Verkaufs auf heftigen Widerstand stoßen. Um diesen Missmut zu umgehen, werden die Staatsbediensteten für solch einen Fall meist in einem anderen Bereich eingesetzt und verlieren somit nicht ihren Job. Dies sorgt wieder für das nötige Vertrauen und die Sicherheit in der Bevölkerung. Es kann aber der Wunsch bestehen, das Management aufgrund seiner speziellen Kenntnisse über den Betrieb und die Branche zu behalten.

Auch Borensztein und Kumar (1991) stellten sich die Frage, was wohl die Konsequenzen für das Staatsbudget seien, wenn Eigentum in Form von Unternehmen an die Bevölkerung abgegeben wird. „Therefore, it would be necessary to create new taxes or take some other measures to make up for the lost revenue.“⁷⁹ Aufgrund der verbesserten und effizienteren Kontrolle des Managements durch Privatisierungsfonds kommt es zu einer Steigerung des allgemeinen Wohlstandes und der Konsum steigt ebenfalls. Somit könnte der Staat auch die Steuern auf Verbrauchs- und Konsumgüter erhöhen, um weiterhin zu profitieren.⁸⁰ Aufgrund von Privatisierungen kommt es häufig zu Entlassungen, da in staatlichen Betrieben meist ineffizienter gearbeitet wurde und

⁷⁸ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 19

⁷⁹ Borensztein und Kumar (1991), S. 10

⁸⁰ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 21

mehr Leute angestellt waren als eigentlich nötig, da der Staat nicht die Gewinnmaximierung eines Unternehmens als Ziel hatte, sondern die Vollbeschäftigung, auch wenn diese wie gerade erwähnt, ineffizient für das einzelne Unternehmen erscheint. Somit steigt durch die Privatisierung und die daraus resultierende Steigerung der Unternehmenseffizienz auch die Arbeitslosigkeit.⁸¹

Die Preisfestsetzung stellt mitunter ein größeres Problem dar, da privat gehaltene Unternehmen nun den eigenen Preis markt- und wettbewerbsfähig festsetzen. Andererseits wird durch den Privatisierungsprozess jedoch auch der internationale und grenzüberschreitende Handel ermöglicht.⁸²

„From the macroeconomic view, the loss of revenue [...] for the government may become a pressing problem.“⁸³

4.7. Privatisierung – Polen

Auch in Polen war die Zeit für wirtschaftliche Veränderungen gekommen und wie auch in den anderen ehemaligen UdSSR-Staaten stellte man sich die Frage, in wieweit und vor allem durch welche Maßnahmen man eine Marktwirtschaft herbeiführen konnte. Die Teilnahme von Arbeitern und Angestellten im Privatisierungsprozess war eine der häufigsten gewählten Ansätze, denn man glaubte, dies sei die effektivste Variante. Der Grundgedanke dieses Systems ist es, die Interessen von Arbeitern bzw. Angestellten mit jenen der Unternehmensführung zu vereinheitlichen. Und im weiteren Sinne auch jene der Unternehmen mit jenen der gesamten Wirtschaft zu harmonisieren. Man wusste, dass es eine große Veränderung in der Unternehmensführung geben musste, aber man war sich noch lange nicht über grundlegende Fragen im Klaren wie: Wer genau ist eigentlich geeignet bzw. agiert am effizientesten als neuer Eigentümer? Können durch Privatisierungen auch noch andere Ziele verfolgt werden? Und wenn ja, welche? Wie soll ein Privatisierungsprozess bzw. der gesamte Ablauf vonstatten gehen, damit der Prozess effektiv durchgegangen wird?⁸⁴

⁸¹ Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 12

⁸² Vgl. Borensztein und Kumar (1991), S. 17

⁸³ Borensztein und Kumar (1991), S. 20

⁸⁴ Vgl. Kozarzewski (2006), S. 6f

In Polen stellte man sich genau diese Fragen und fand 1989/1990 folgende Argumente:

1. gab es den Ansatz des Verkaufs mittels öffentlichem Bieterverfahren, bei dem staatsnahe Betriebe veräußert wurden.
2. gab es die Privatisierung basierend auf management/employee-buyouts.
3. gab es auch noch eine andere Art von Privatisierung mittels kostenloser Verteilung des Vermögens auf die Bürger.⁸⁵

Zu Beginn der Privatisierungen im Jahre 1989 präferierte die polnische Regierung das erste der drei oben genannten Konzepte, jedoch standen laut Privatisierungsgesetz, welches am 13. Juli 1990 genehmigt wurde, alle drei Konzepte zur Verfügung, um einen möglichst großen Einfluss auf die Veränderung der polnischen Wirtschaft ausüben zu können.⁸⁶ Weiters regelt das polnische Privatisierungsgesetz auch die Corporate Governance Vorschriften. Näheres dazu jedoch im Kapitel 2.4.

Eines der weiteren Ziele war es das Budget-Defizit zu mildern. Durch den Verkauf von unrentablen Unternehmen wurde dem Staat gleich zweifach geholfen. Einerseits befindet sich das verlustbringende Unternehmen nicht mehr in seinem Zuständigkeitsbereich, andererseits erhält er einen Verkaufserlös, den er anderwärtig nutzen kann. Jedoch kann es zwischen den einzelnen Zielen leicht zu Interdependenzen kommen, da ein Investor, wenn er einen hohen Kaufpreis zahlt, möglicherweise nicht mehr viel in das soeben erworbene Unternehmen zusätzlich investieren kann und so die sozialen Grundgedanken der Arbeitnehmer, wie Lohn bzw. Arbeitsplatzsicherheit, etc. gefährdet sind. D.h. die Reduzierung des Budget-Defizits durch hohe Verkaufspreise reduziert die Privatisierungserlöse, was wiederum zu einer geringeren Investition führen kann.⁸⁷

Laut polnischem Zentralstatistikbüro wurden aufgrund der Privatisierungswelle in Polen 220.000 neue private Unternehmungen gegründet, was ein Volumen von 97 % der angemeldeten Firmen darstellt. Weiters wurden knapp 2,8 Millionen Ein-Personen Gesellschaften als auch Familienbetriebe gegründet. Dadurch werden 70 % der Arbeitskräfte beschäftigt und 75 % des BIPs wird durch diese Unternehmen erwirtschaftet.⁸⁸

⁸⁵ Vgl. Kozarzewski (2006), S. 7f

⁸⁶ Vgl. Kozarzewski (2006), S. 8

⁸⁷ Vgl. Kozarzewski (2006), S. 8ff

⁸⁸ Vgl. Kozarzewski (2006), S. 13

4.7.1. Kleine Privatisierung

Die kleine Privatisierung begann in Polen im Jahre 1990, in welcher hauptsächlich kleinere Handwerksbetriebe, Teile des Bauwesens und vor allem der Einzelhandel betroffen waren. Der Staat übertrug die Rechte des Einzelhandels an die regionalen Gebietskörperschaften und verpflichtete sie gleichzeitig für deren Privatisierung zu sorgen und so wurden laut OECD Statistik innerhalb von vier Jahren fast alle betroffenen Unternehmen, nämlich rund 95 %, privatisiert.

4.7.2. Große Privatisierung

Auch bei der großen Privatisierung wurde das übliche Ziel verfolgt, die bereits entwickelten Unternehmen als Kapitalgesellschaft durch Verkauf zu privatisieren und die noch nicht 100%ig überlebensfähigen Unternehmen mittels Liquidation bzw. Restrukturierung attraktiv gemacht werden sollten.

Wie auch in den anderen Ländern wird ein ehemals staatlich geführtes Unternehmen zu aller erst in eine Kapitalgesellschaft (d.h. in eine AG oder Ges.m.b.H) umgewandelt. Dies bringt vor allem den Vorteil mit sich, dass das Unternehmen von seiner Struktur, seiner wirtschaftlichen Lage, sowie seiner internen Prozesse und Kontrollmechanismen, wie der hierarchischen Aufstellung für potentielle Investoren aufgrund der damit verbunden Publizitätspflichten transparenter erscheint und sich ein erster Blick dadurch leichter gestaltet. Nach dieser Umwandlung hinsichtlich der Rechtsform einer Gesellschaft sieht das polnische Privatisierungsgesetz den Verkauf bspw. mittels Aktien, eine Versteigerung des Unternehmensvermögens oder die kostenlose Gutscheinausgabe vor.⁸⁹ Das Ministry of Privatisation sagt auch, dass die zu privatisierenden Unternehmen vor dem Verkauf einer ausführlichen Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden müssen, um dem zukünftigen Investor ein realistisches Bild über die finanzielle Situation bieten zu können. Laut Platter wird ein Beratungsunternehmen engagiert, welches potentielle Investoren auswählt und genaue Pläne hinsichtlich Beschäftigungsvolumen und Investitionsmöglichkeiten vorlegt. Diese Investoren müssen nach Präsentation des Unternehmens ein Angebot abgeben. Weiters sind bei einem Verkauf mittels Aktien die Arbeiter und Angestellten des betroffenen Unternehmens dazu berechtigt, ein Fünftel der am Markt erhältlichen Aktien zur Hälfte des offiziellen Preises vorzugsweise zu erwerben. Diese 20 %-Beschränkung ist jedoch leicht zu umgehen, da die Angestellten auch frei Aktien über

⁸⁹ Vgl. Kozarzewski (2006), S. 11f

den Markt zu den üblichen Konditionen erwerben und so mehr Kontrolle über das Unternehmen erwerben kann.⁹⁰

Auch Polen versucht mithilfe von Restrukturierungsmaßnahmen, nicht wettbewerbsfähige Unternehmen privatisierungsfähig zu gestalten. Bei diesem Vorhaben wird ein Management-Unternehmen bestellt, welches die Restrukturierung durchführen soll und sicherstellt, dass nach Ablauf der Restrukturierungsphase mindestens 51 % des Unternehmens auch tatsächlich privatisiert werden. Das Management-Unternehmen erhält zusätzlich zu seinem Gehalt einen Gewinnanteil und einen 70%igen Anteil an der Wertsteigerung des behandelten Unternehmens, die sich vom Zeitpunkt der Übernahme bis zur tatsächlichen Privatisierung ergab. Dadurch kann sichergestellt werden, dass nur Management-Unternehmen am Auswahlverfahren teilnehmen, die auch tatsächlich positive Absichten pflegen und das nötige Know-how besitzen, wodurch das Principal-Agent Problem geschmälert werden kann.⁹¹

Um eine Pro-Privatisierungsstimmung im eigenen Land zu schaffen, nutzte man häufig die Massenprivatisierung und „Gratis-Verteilung“ von Staatsbesitz. Die Art der Massenprivatisierung lief ähnlich derer in der Tschechischen Republik ab. Es wurde vereinbart, dass Gutscheine (bzw. in der Literatur oftmals Teilnahmezertifikate genannt) an alle volljährigen polnischen Staatsbürger kostenlos ausgegeben werden, mit denen die Bevölkerung Unternehmensanteile oder auch Anteile an Investmentfonds erwerben konnte.

⁹⁰ Vgl. Plattner (1996), S. 195 – 207

⁹¹ Vgl. Plattner (1996), S. 195 – 207

4.8. Privatisierung – Slowakische Republik

Laut OECD (1991) war das slowakische Ziel, mehr als die Hälfte der großen Unternehmen allein im Jahre 1992 zu privatisieren. Dies sollte aufgrund der typischen Privatisierungsschritte, wie Rückgabe der Vermögenswerte an ihre ursprünglichen Besitzer (auch Restitution genannt) sowie Durchführung einer kleinen und großen Privatisierungswelle erfolgen.⁹²

Die Tschechoslowakische Republik hat den Prozess der Restitution ernst genommen, um einerseits zu zeigen, dass sie vergangene Fehler wieder gut machen will, ihr andererseits aber bewusst war, dass dies ein wichtiges Instrument ist, um eine Pro-Privatisierungsstimmung zustande zu bringen. Der sogenannte „Minor Restitution Act“ behandelte die Rückgabe von fälschlicherweise in den Jahren 1995 – 1996 entwendeten Gütern an ihre damaligen Besitzer. In diesem Gesetz wurde verankert, dass die momentan staatlichen Unternehmen innerhalb einer Frist von 30 Tagen beginnend mit der Klage auf Eigentumsrückgabe zurückgegeben werden mussten. Die Bewohner, welche eine solche Klage einbringen wollten, konnten dies ab 1. November 1990 tun, wonach die Klage geprüft wurde und im Zustimmungsfall dann auch die restlichen Schritte für die Eigentumsübergabe in die Wege geleitet wurden. Es gab aber auch noch den „Large Restitution Act“, welcher Klagen von aus früheren Zeiten entwendeten Gütern betrafen. Das letztgenannte Gesetz war weitreichend und man rechnete mit einer Restitution von rund zehn Prozent aller staatsangehörigen Betriebe, mit einem geschätzten Wert von rund 10.7 Milliarden Dollar.⁹³

Doch gab es große Unterschiede bei der Restitution zwischen der Tschechischen Republik und der Slowakischen Republik. Wurden in der Tschechoslowakischen Republik (CSFR) noch 30.000 Klagen eingebracht, die zu 100.000 Übertragungen/Rückgaben führten, sind in der Slowakischen Republik nur 5.000 Klagen eingegangen, von denen 2.700 als berechtigt anerkannt wurden. Dies liegt sicherlich daran, dass die Slowakische Republik eine viel instabilere Regierung vorzuweisen hatte und nicht so weit entwickelt war wie die Tschechische Republik.

Laut Höferl (2004) begannen in der damals noch Tschechoslowakischen Republik die ersten Privatisierungen mit der Übergabe von Wohnungen an ihre Mieter. Jedoch wurden damals Politiker vorrangig behandelt, wodurch es zu einer für Politiker „billigen“ Übertragung kam. Kurz darauf wurden nicht nur Wohnungen sondern auch 1.000

⁹² Vgl. Olsson (1999), S. 87

⁹³ Vgl. Olsson (1999), S. 100ff

Apotheken und Unternehmen sowie 50 landwirtschaftliche Betriebe privatisiert. 1994 wurde auch schon über eine Privatisierung von Energieunternehmen nachgedacht.⁹⁴

4.8.1. Kleine Privatisierung

Obwohl die finanziellen Mittel innerhalb des Landes gering waren, war dies nicht unbedingt ein Problem für die kleine Privatisierungswelle, da hier auch die Betriebe, welche privatisiert wurden, nicht so einen großen Wert hatten und somit leistbar waren. Deshalb bediente man sich bei dieser Privatisierungswelle, die von 1990 bis 1993 dauerte, auch nicht einer Massenprivatisierungsmethode. Die kleine Privatisierungswelle wurde mit Hilfe von Auktionen durchgeführt. Die Auktionen selbst wurden von lokalen Komitees durchgeführt, welche dafür sorgten, dass Informationsschreiben mit allen Fakten zu den Unternehmen zur Verfügung standen und dass generell nur Unternehmen, welche keine Rückgabeklagen hatten, ausgewählt und bewertet wurden. Auktionen wurden meist 30 Tage im Voraus angekündigt und jeder, der die Teilnahmegebühr von Kčs 1.000 bezahlte, konnte mitbieten. Um bei einem konkreten Objekt mitzubieten, musste zu Beginn ein Startpreis von zehn Prozent des Buchwertes des Objektes bezahlt werden. Bei den Auktionen handelte es sich aber um sogenannte Dutch-Auktionen, d.h. der endgültige Preis, zu dem ein Bieter das Objekt erwirbt, kann sogar geringer ausfallen als sein Buchwert, jedoch nicht weniger als 50 % des Buchwertes. Konnte aber trotzdem kein Käufer gefunden werden, wurde das Objekt bei einer späteren Auktion nochmals angeboten. Jedoch wurde bei dieser späteren Auktion entweder der Startpreis reduziert, um den Bietern einen Anreiz zu geben oder man konnte nun auch Firmen dazu einladen mitzubieten, denn vorher waren nur natürliche Personen als Mitbieter erlaubt. Voraussetzung war jedoch immer, dass die Objekte alle schuldenfrei versteigert wurden und der Kaufpreis innerhalb von 30 Tagen beim Fund of National Property (FNM) einbezahlt werden musste. Bei der kleinen Privatisierungswelle wurden im Jahre 1991 7.422 Unternehmen versteigert.⁹⁵

Somit kann gesagt werden, dass schon die kleine Privatisierungswelle einen enormen Erfolg in der Slowakischen Republik mit sich brachte und der bis dahin kaum bis gar nicht vorhandene private Sektor innerhalb kürzester Zeit aufgebaut wurde.

⁹⁴ Vgl. Höferl (2004), S. 4

⁹⁵ Vgl. Olsson (1999), S. 103f

4.8.2. Große Privatisierung

Die zweite Privatisierungswelle war für das Jahr 1994 geplant, bei welcher 600 Unternehmen privatisiert werden sollten. Jedoch wurde diese Privatisierungswelle verschoben und anschließend sogar ganz abgesagt, da die slowakische Regierung Unternehmen aus Kernbereichen, wie der Energiewirtschaft, die Post und die Sparkasse, die Versicherungswirtschaft, die Waffenproduktion und andere Bereiche vor der Privatisierung schützen wollte. Dieser Privatisierungsstopp war für die Europäische Union damals sogar Grund genug um die Beitrittsverhandlungen zu unterbrechen.⁹⁶

Aufgrund der finanziellen Verschlechterung entschied man sich Mitte 1999 dazu, nur den Eisenbahntransportweg, den Waldbestand, die Oberflächen- und unterirdischen Gewässer, wie auch die slowakische Post von der Privatisierung auszuschließen. Bei Strom- und Gasbetrieben sollte die Slowakische Republik noch weiterhin 51 % halten.⁹⁷

Mit dem neuen Jahrtausend wurde auch ein neuer Sektor für die Privatisierung ins Auge gefasst, u.z. der Bankensektor. Ausschlaggebend dafür waren Bankenkrisen, welche aufgrund von unzureichender Beaufsichtigung durch die slowakische Finanzmarktaufsicht entstanden. Besonders die österreichischen und italienischen Banken erwiesen sich in dieser Phase als willig, in den slowakischen Markt einzusteigen. Dieser Trend zeigte sich aber auch in den folgenden Jahren bei den österreichischen Banken in Hinblick auf den Osteuropäischen Markt. Im Jahr 2000 war es auch ausländischen Investoren erlaubt an slowakischen Privatisierungen teilzunehmen. Bis ins Jahr 1998 war es für ausländische Investoren nämlich so gut wie unmöglich an Privatisierungen slowakischer Unternehmen teilzunehmen. Die italienische UniCredito Italiano erwarb 57 % der Polnobanka und die Wiener Dexia Kommunalkredit Holding erhielt den Zuschlag für 78 % der „Ersten Kommunalbank“ Prva komunalna banka. Ein Jahr darauf konnte sich die österreichische ERSTE Bank die 87%ige Mehrheit an der slowakischen Sparkasse „Slovenska Sporitelna“ sichern. In den Folgejahren erhielt die ERSTE Bank die restlichen Anteile, welche sich bis dahin noch im Staatsbesitz befanden, und wurde zum 100%igen Alleineigentümer der Slovenska Sporitelna. Im Jahre 2002 erwarb auch die österreichische Raiffeisen Zentralbank (RZB) die einfache Mehrheit an der slowakischen Postbank Postova

⁹⁶ Vgl. Höferl (2004), S. 4

⁹⁷ Vgl. Höferl (2004), S. 6

banka und im Jahr 2000 bekam die slowakische Telekom „Slovenske telekomunikacie“ einen 51%igen Auslandseigentümer, die Deutsche Telekom.⁹⁸

2002 wurde die slowakische Gasindustrie zum Ziel der Privatisierungen, wobei der Slowakische Staat sich eine 51%ige Mehrheit bei diesen Unternehmen sicherte.⁹⁹

Unmut innerhalb der slowakischen Bevölkerung verursachte der Umstand, dass aufgrund privater Monopolstellungen vonseiten der Regierung nicht mehr in die Preisentwicklung eingegriffen werden konnte. Weiters wurde aufgrund der schon fast aggressiven Privatisierung angenommen, dass der Staat Geld benötigte, denn mit 2003 wurde die Entscheidung gefällt, auch die 51%igen Mehrheiten an manchen Betrieben zu veräußern.¹⁰⁰

Die slowakischen Betriebe wurden angehalten ein „primary privatisation project (PPP)“, welches von den jeweiligen Managern zusammengestellt wurde, zu entwerfen, in dem wichtige Punkte das Unternehmen betreffend enthalten sind, wie bspw. das Betriebsvermögen. Auch ein Business-Plan wurde verlangt. Näheres zu den genauen Inhalten findet sich in der nachfolgenden Tabelle:

<p><i>The following information was considered mandatory for all privatisation projects:</i></p> <ul style="list-style-type: none">• the name of the enterprise and a definition of the property to be privatised• information on how the state acquired the property to be privatised• identification of property unusable for business purposes (i.e. debts, unusable fixed assets and stocks)• value of the property to be privatised• manner of transferring the property to be privatised, including the settlement of claims to entitled persons• when establishing a commercial company, the definition of its legal form• when establishing a joint-stock company, the distribution of shares and their value or type, as well as information on whether and how investment vouchers will be used• if local property is to be sold, the location and method of sale, pricing, and the conditions and terms of payment• in some cases, the share of the privatisation process proceeds to be handed over to the FNMs of the republics• the manner of transfer of intellectual property rights, which must be discussed in advance with the Federal Bureau of Inventions• the privatisation project implementation schedule <p><i>Source: Act on the conditions of transfer of state property to other persons, Article 6, para. 1.</i></p>
--

Grafik 9: Erforderliche Inhalte für Privatisierungsprojekte

Quelle: Olsson (1999), S. 108

Jedoch konnten auch andere Unternehmensangehörige solch einen Plan erstellen, welcher sich dann sinngemäß „competing privatisation projects (CPP)“ nannte, da bspw. eine Fertigungsabteilung so gegen ein möglicherweise korruptes Management

⁹⁸ Vgl. Höferl (2004), S. 6

⁹⁹ Vgl. Höferl (2004), S. 6

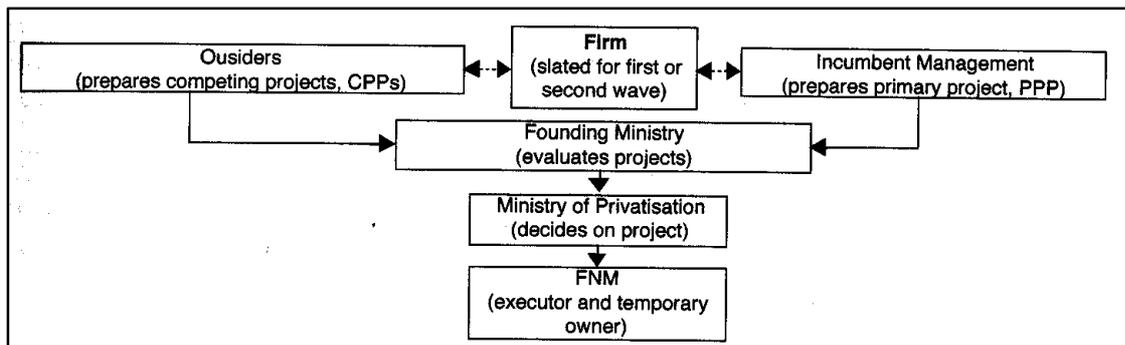
¹⁰⁰ Vgl. Höferl (2004), S. 6f

vorgehen konnte. Die Projekte der ersten Privatisierungswelle mussten bis Ende Oktober/November 1991 eingereicht werden, die der zweiten Welle in den Monaten Mai und Juni 1992. Für die erste Privatisierungswelle wurden in der Slowakischen Republik allein 660 PPPs und sogar 738 CPPs eingereicht. Somit erhielt die Regierung insgesamt 1398 Projekte. Nachdem alle Projekte eingebracht wurden, wurden diese durch das Founding Ministry begutachtet und auf ihre Umsetzbarkeit bewertet. Dieses Ministerium leitete dann die realistischen Projekte, meist waren es maximal zwei Projekte pro Unternehmen, an das Ministerium für Privatisierung (Ministry of Privatisation) weiter, welches dann auch schlussendlich die letzte Entscheidung traf. Danach wurde die Entscheidung an den FNM (Nationaler Eigentumsfonds) weitergetragen, welcher sich dann um die Abwicklung des Prozesses und die Übergabe der Vermögenswerte kümmerte. Somit diente der FNM in der Zwischenzeit auch immer als temporärer Eigentümer aller zur Privatisierung zur Verfügung stehenden Betriebe.¹⁰¹

Privatisation project	The plan/prospectus which suggested how the individual SOE should be privatised, i.e. business plan, method, purchaser, percentage to be sold etc. Prepared both by incumbent management (PPP) and outsiders (CPP).
Founding ministries	Reviewed and "recommended" one or more PPPs and/or CPPs as suitable for companies within their jurisdiction.
Ministry of Privatisation	Took final decision what project should be adopted in cases other than direct sales and projects which involved foreign investment (see below).
Federal Ministry of Finance (FMF)	In charge of voucher privatisation; final decision in cases of foreign investment.
Government	Took final decision in cases of direct sales to pre-determined buyer.
Fund of National Property (FNM)	Executor of privatisation projects, and temporary owner of all state assets deemed for privatisation, incl. 3 per cent of shares in all companies for the Restitution Investment Fund (RIF).
Centre for Voucher Privatisation (CVP)	Executor of the process of voucher-privatisation, organised the rounds of bidding whereby the "price" was set (see Section 3.1.3)

Grafik 10: Im Privatisierungsprozess miteinbezogene Organisationen
Quelle: Olsson (1999), S. 110

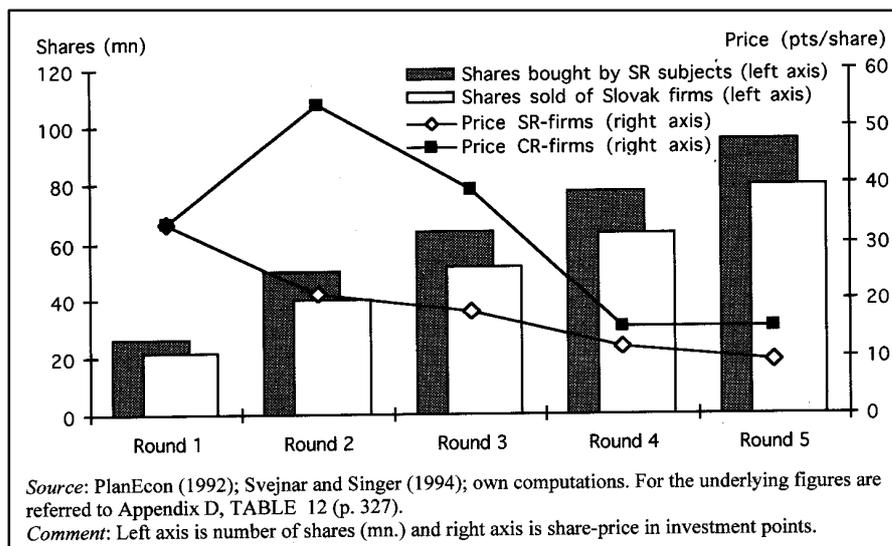
¹⁰¹ Vgl. Olsson (1999), S. 108ff



Grafik 11: Entscheidungsprozess
 Quelle: Olsson (1999), S. 111

Auch in der Slowakische Republik verlief der Gutschein-Bieterprozess gleich wie in der Tschechischen Republik. Gab es nach einer der fünf Runden mehr Angebot als Nachfrage, wurden alle Bieter befriedigt und sie erhielten genau die Anteile in dem Ausmaß, wie sie geboten haben. Überstieg jedoch die Nachfrage das Angebot, gab es zwei Möglichkeiten: Einerseits konnte es sein, dass nicht mehr als 125 % nachgefragt wurden, also die Nachfrage um ein Viertel größer war als das Angebot, dann wurden alle, bis auf die Investmentfonds, vollkommen befriedigt und die Investmentfonds mussten verhältnismäßig kleinere Anteile annehmen. Überstieg die Nachfrage das Angebot jedoch um mehr als 25 %, dann wurde kein einziger Anteil des Unternehmens übertragen, sondern alle Gebote zurückgestellt und man konnte in der nächsten Runde wieder Gebote auf das Unternehmen abgeben, jedoch wurde der Preis nun erhöht. In der ersten Runde waren alle Unternehmensanteile noch gleichgepreist und zwar konnte man für 100 Investitionspunkte drei Aktien eines Unternehmens erwerben. Aufgrund der erhöhten Nachfrage bei gewissen Unternehmen kam es dazu, dass eine Aktie des begehrtesten Unternehmens 1000 Investitionspunkte kostete. Auch hier konnte man den Unterschied zwischen Tschechischer Republik und der Slowakischen Republik sehen, da slowakische Unternehmen durchschnittlich für nur halb so viel versteigert wurden.¹⁰²

¹⁰² Vgl. Olsson (1999), S. 116ff



Grafik 12: Preis und Anzahl an gehandelten Aktien während der ersten Privatisierungswelle
 Quelle: Olsson (1999), S. 118

Insgesamt wurden in der Slowakischen Republik 164 Investmentfonds gegründet.¹⁰³ Ein Ziel war es, dass diese Fonds einen wichtigen Beitrag zur Entwicklung einer effizienten Corporate Governance leisten. Investmentfonds mussten ein Mindestkapital von 100.000 Sk aufweisen können. Weiters musste das Management einen gewissen „fit und proper“ Test bestehen. Der Investmentfonds musste eine Bank an seiner Seite besitzen, bei der er die Gelder und Anteile verwahren und verwalten konnte. Und zu guter letzt benötigte jeder Investmentfonds auch eine Lizenz des Finanzministeriums, um dieses Geschäft ganz legal betreiben zu dürfen. Nachträglich wurden dann noch weitere Anforderungen an die Investmentfonds gestellt, wie bspw. dass diese nicht mehr als zehn Prozent ihres Vermögens in ein einziges Unternehmen investieren durften, um das Risiko durch Streuung zu minimieren. Weiters durften sie nicht in ein einziges Unternehmen investieren, falls dieses Investment mehr als ein Fünftel des Vermögens dieses Unternehmens ausmachen würde.

FDI hatte in der Slowakischen Republik – wie bereits erwähnt – nie einen großen Stellenwert. Dies lag wahrscheinlich auch daran, dass die Slowakische Republik im Vergleich zur Tschechischen Republik vor allem für ausländische Investoren als weniger attraktiv galt. So bezifferte sich der FDI-Mittelzufluss auf gerade einmal 887 Mio. Dollar über die Jahre 1990 bis 1996, während in der Tschechischen Republik

¹⁰³ Vgl. Olsson (1999), S. 161

7,1 Milliarden Dollar an FDI Zuflüssen zu verzeichnen waren. Als Ursache wird hier die uneinschätzbare politische Lage der Slowakischen Republik genannt.¹⁰⁴

4.9. Privatisierung – Tschechische Republik

Nach der Aufspaltung der Tschechoslowakischen Republik kam es in der Tschechischen Republik zum sogenannten tschechischen Wunder. Sie erlebte eine Zeit, in der trotz Transfer der Eigentumsrechte in den privaten Sektor, nicht nur niedrige Arbeitslosigkeit gewährleistet war, sondern auch die dann häufig vorkommende Hyperinflation ausblieb.¹⁰⁵

Die Tschechische Republik gilt als das Land, welches die Massenprivatisierung perfekt umsetzte. Grund dafür war sicherlich der Druck, eine rasche Privatisierung durchzuführen, um eine Umkehr in das „alte“ System unmöglich zu machen. Andererseits wollte man auch die bis dahin sich in staatlicher Hand befindlichen Unternehmen auf die „eigenen Leute“ verteilen, um die Unternehmen in nationaler Kontrolle zu behalten. Um eine so rasche Privatisierung durchführen zu können, war man davon überzeugt, einen Teil „verschenken“ zu müssen, da dadurch die Abwicklung schneller vollzogen werden konnte. Hierfür schien die Inanspruchnahme der Gutscheinprivatisierung natürlich am geeignetsten.

4.9.1. Kleine Privatisierung

Die Privatisierung der Tschechischen Republik fand in drei großen *Wellen* statt, wobei die erste dieser drei Privatisierungswellen noch zu Zeiten als es die Tschechoslowakische Föderation gab, stattgefunden hatte. Sie dauerte drei Jahre an, u.z. von 1990, als der Beschluss zur Privatisierung des Staatseigentums gefasst wurde, bis 1993, als es zur Auslösung der CSFR kam. Die erste Privatisierungswelle war mit einer Versteigerung vergleichbar. In der vor allem kleinere Betriebe, wie etwa Handwerksbetriebe, versteigert wurden.¹⁰⁶

Daher auch der in der Literatur gebräuchliche Begriff der kleinen Privatisierung. Jedoch spricht sich bspw. auch Plattner aus, dass es für die Größenordnung keine

¹⁰⁴ Vgl. Olsson (1999), S. 227ff

¹⁰⁵ Vgl. Adensamer (2005), S. 3f

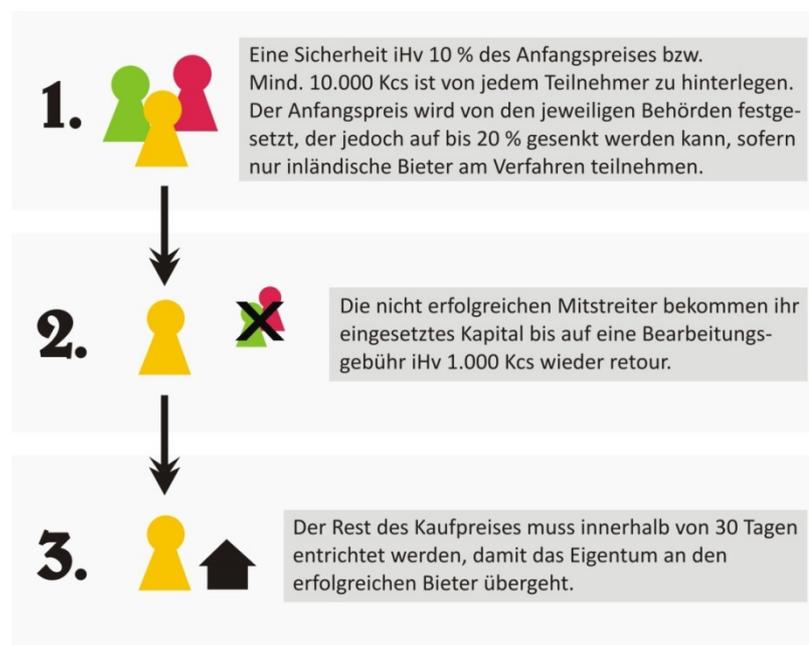
¹⁰⁶ Vgl. Adensamer (2005), S. 4

genaue Definition gibt. So könnte also auch in einer Zeit, in der kleinere Unternehmen Mittelpunkt der Privatisierungswelle darstellen, die mögliche Privatisierung großer, ausgewählter Unternehmen in Augenschein gefasst werden. Jedoch geht man davon aus, dass die zuständigen Organisationen und Behörden, manche Objekte einfach für „zu groß“ befunden haben und somit ein geregeltes Konzept und eine informelle Regelung gefunden haben.¹⁰⁷

Vielfach wird darunter auch die Privatisierung von Handwerksbetrieben und landwirtschaftlichen Betrieben sowie Restaurants oder Geschäftslokalen des Einzelhandels verstanden die vorrangig innerhalb der Region privatisiert wurden und somit nur ein kleinerer Interessentenkreis dafür in Frage kam. Laut Plattner wurden rund 30.000 Objekte mittels der kleinen Privatisierung verkauft. Anderen Quellen zufolge wurden bis zu 130.000¹⁰⁸ Betriebe privatisiert.¹⁰⁹

Anfänglich wurden nur Inländische Mitbieter zugelassen. Als jedoch die Angebote zurückgingen, war es auch ausländischen natürlichen bzw. juristischen Personen erlaubt am Bieterprozess teilzunehmen.¹¹⁰

Folgend eine kurze Darstellung des Bieterprozess-Ablaufs:



Grafik 13: Ablauf Bieterprozess
Quelle: eigene Darstellung

Falls ein Objekt nicht versteigert werden konnte, wurde es in einer zweiten Runde erneut angeboten. Bei rund 85 Prozent der Versteigerungen erfolgte der Zuschlag

¹⁰⁷ Vgl. Plattner (1996), S. 141f

¹⁰⁸ Vgl. Adensamer (2005), S. 4

¹⁰⁹ Vgl. Plattner (1996), S. 141f

¹¹⁰ Vgl. Adensamer (2005), S. 4

jedoch bereits in der ersten Runde, u.z. zu einem höheren Preis als dem Mindestgebotspreis. Wie bereits erwähnt gab es spezielle Fördermaßnahmen für inländische Investoren. So konnten diese im Gegensatz zu ausländischen Investoren, spezielle Kredite in Anspruch nehmen, während zweitere den Kaufpreis sofort entrichten mussten.

4.9.2. Große Privatisierung¹¹¹

Im Jahre 1993 kam es zur zweiten Privatisierungswelle der Tschechischen Republik, wobei diese nur bis Ende 1994 dauerte. Hierbei handelte es sich um die „große Privatisierung“, von der vor allem Versicherungen, Banken und große Industriebetriebe betroffen waren.¹¹²

Die Tschechische Republik war das erste der osteuropäischen Länder, welches die Voucher-Privatisierungsmethode als Maßnahme für eine Massenprivatisierung wählte. Alle volljährigen Staatsbürger waren dazu ermächtigt, 1.000 Investitionspunkte um insgesamt 1.000 Kčs zu erwerben. Die Menschen konnten sich daraufhin entscheiden entweder direkt bei einer Auktion teilzunehmen und direkt Eigentumsrechte bzw. Aktien an einem Unternehmen zu erhalten oder die erworbenen Investitionspunkte stattdessen an einen Privatisierungs-Investitionsfonds, welcher sich wiederum an mehreren anderen zur Privatisierung zur Verfügung stehenden Unternehmen beteiligte, weiterzureichen um einen Anteil an diesem Fonds zu besitzen. Somit erhalten die Staatsbürger Anteile an Unternehmen mehrerer Branchen. Laut Platter wurden im Rahmen der großen Privatisierungswelle rund 8,5 Mio. von insgesamt 11 Mio. teilnahmeberechtigten Staatsbürgern zu Aktionären von umgerechnet 1.491 Unternehmen.

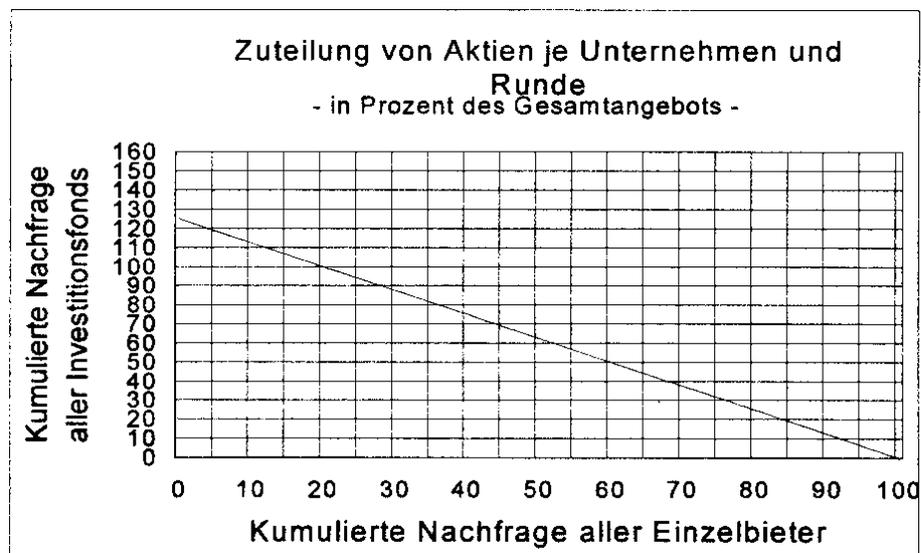
Das Verfahren, um ein Gebot für bestimmte Aktien abzugeben, erfolgte folgendermaßen: Um auf drei 1000-Kčs-Aktien eines Unternehmens bieten zu können musste man 100 seiner 1000 Investitionspunkte abgeben. D.h. man konnte somit mindestens drei bzw. maximal dreißig Aktien eines Unternehmens versuchen zu erwerben. Zuerst notierte der Inhaber eines Gutscheines die eindeutig zuordenbare Kennziffer des gewünschten Unternehmens auf dem Gutschein. Danach wurden die Gutscheine abgegeben und man verglich Angebot und Nachfrage pro Unternehmen. Stimmt das Verhältnis zwischen Angebot (= vorhandene Aktien) und Nachfrage

¹¹¹ Vgl. Plattner (1996), S. 142 – 149

¹¹² Vgl. Adensamer (2005), S. 4

(= abgegebene Gutscheine) genau überein oder war die Nachfrage geringer, konnten die abgegebenen Gutscheine für dieses Unternehmen direkt in Aktien gewandelt werden und die Bieter wurden somit Aktionäre des betreffenden Unternehmens.

Problematisch wurde es jedoch, wenn die Nachfrage das Angebot überstieg. Dann kam es nämlich zu einer neuen Runde, in der man wieder seine verbliebenen Investitionspunkte neu verteilen konnte. Um den Aufwand jedoch zu verringern und nicht immer eine neue Runde einleiten zu müssen, wurde in Fällen bei denen die Nachfrage nicht um mehr als 25 % überschritten wurde, entschieden, die Gutscheine in Aktien umzutauschen, falls zwei Voraussetzungen erfüllt wurden. Einerseits musste es möglich sein, dass alle Einzelpersonen, welche bei dem Bietverfahren teilgenommen haben, befriedigt werden konnten. Dies war nur der Fall, wenn weniger Einzelgebote abgegeben wurden, als Angebote verfügbar waren. Und weiters musste sichergestellt werden, dass Investitionsfonds zu mindestens 80 % befriedigt werden können. Falls dies der Fall war, wurden zuerst alle Gutscheine natürlicher Personen in Aktien getauscht und somit vollends befriedigt und der verbleibende Rest wurde dann – gewichtet nach deren Geboten – unter den Investitionsfonds aufgeteilt.



Grafik 14: Zuteilung von Aktien je Unternehmen und Runde
Quelle: Plattner (1996), S. 147

Nach dem Bieterverfahren wurden die Gutscheine in Aktien gewandelt und man konnte seine Aktien am Sekundärmarkt der Prager Börse (PSE – Prague Stock Exchange) handeln.

Während der ersten Welle der großen Privatisierung wurden 430 Investmentfonds gegründet und in der zweiten Welle kamen noch zusätzliche 120 dazu. Viele dieser

Investmentfonds wurden von diversen Investoren, wie in- und ausländischen Banken, Unternehmen sowie Privatpersonen gesponsert. Bei der ersten Privatisierungswelle waren die Investmentfonds noch im Alleineigentum derer, die ihre Gutscheine in die Investmentfonds investiert haben. In der zweiten Welle haben sich dann bereits viele open-end bzw. closed-end Funds entwickelt. Und durch die gezielten Marketing-Kampagnen begannen die Leute, den Großteil ihrer Gutscheine in Investmentfonds zu investieren. In der ersten Welle haben Investmentfonds somit 72 % und in der zweiten Welle 64 % der Eigentumsrechte besessen. Nach den beiden Privatisierungswellen haben sich vor allem die von Banken gesponserten Investmentfonds etabliert und 67 % des von Investmentfonds gehaltenen Vermögens besessen.¹¹³

In der Tschechoslowakischen Republik wurde die reine Gutscheinprivatisierung präferiert und die Kombination aus Gutscheinen und Bargeld nicht genutzt. Ein möglicher Grund könnte sein, dass, wenn man eine gemischte Auktion zulässt, vor allem finanziell besser situierte Personen Vorteile besitzen, da sie andere, nicht wohlhabende Bürger förmlich aus dem Rennen werfen konnten.

Es gibt verschiedenste Varianten Gutscheine abzubilden und auszugeben. In der Tschechischen Republik hat man sich dazu entschlossen Gutscheine in Punktwerten auszugeben. Dadurch wird ein Gutschein nicht sofort mit Geld in Verbindung gesetzt und man erhofft sich dadurch, dass sie dadurch im Bieterprozess auch leichtfertiger abgegeben werden. Wären die Gutscheine in einer bestimmten Währung anstatt in neutralen Punkten nominiert worden und würde es zu einem Wertverfall der Währung kommen, würden sich viele Menschen um ihr Geld betrogen fühlen. Andererseits muss man jedoch sagen, dass Gutscheine, welche in Währungen abgebildet sind, einem mehr das Gefühl vermitteln, als hätte der Staat tatsächlich Vermögen an seine Bevölkerung abgegeben.¹¹⁴

Im Jahre 1995 kam es zu einer weiteren, dritten Privatisierungswelle. Durch die beiden vorangegangenen Privatisierungswellen entstanden viele Minderheitsaktionäre, da man aufgrund der Kuponprivatisierung leicht Anteile an verschiedenen Unternehmen erwerben konnte. Jedoch merkte man rasch, dass man als Minderheitsaktionär wenig Möglichkeiten und Mitspracherechte besitzt und deshalb landeten viele Aktien wieder am Kapitalmarkt. Nun war es einigen wenigen Investoren möglich, ihre Anteile zu bündeln und zu stärken.¹¹⁵

¹¹³ Vgl. Claessens, Djankov und Pohl (1997), S. 3

¹¹⁴ Vgl. Boycko, Shleifer und Vishny (1993), S. 24ff

¹¹⁵ Vgl. Adensamer (2005), S. 4

5. Empirische Analyse der größten Unternehmen in Polen, der Slowakischen Republik und der Tschechischen Republik

Im folgenden Kapitel gebe ich einen Überblick über die wichtigsten Variablen und Erkenntnisse aus der Untersuchung der 50 größten Unternehmen – gemessen an den *total assets* – in Polen, der Slowakischen Republik und Tschechischen Republik.

Die Ergebnisse werden jeweils in zwei Cluster aufgeteilt (1. und 2. Periode), die jeweils die Zeit zu Beginn der Privatisierungen und die Zeit danach vertreten. Die erste Periode stellt die Zeit von 1995 bis 1998 dar, nur in der Slowakischen Republik, bei der sich auch die Datenbeschaffung am Schwierigsten gezeigt hat, wurden auch noch 2000er Daten in die erste Periode mit einberechnet. Die zweite Periode umfasst die Jahre Anfang 2000, wie 2001 bis 2003, und auch hier ist die Slowakische Republik mit Daten bis zum Jahr 2006 vertreten aufgrund der zuvor genannten Verschiebung.

Die Auswahl der Unternehmen erfolgte aufgrund der Größe – gemessen an deren *total assets* – welche sie in der ersten Periode aufwiesen. So wurden die 50 bzw. bei der Slowakischen Republik die 25 größten Unternehmen bestimmt.

Ziel dieser Untersuchung war es, die Unterschiede bzw. Parallelitäten der drei Länder – Polen, Slowakische Republik, Tschechische Republik – aufzuzeigen und den direkten Vergleich zur bereits vorhandenen Literatur zu schaffen, um eine kritische Analyse in Hinblick auf die gefundenen Erkenntnisse ermöglichen zu können.

5.1. Die Daten

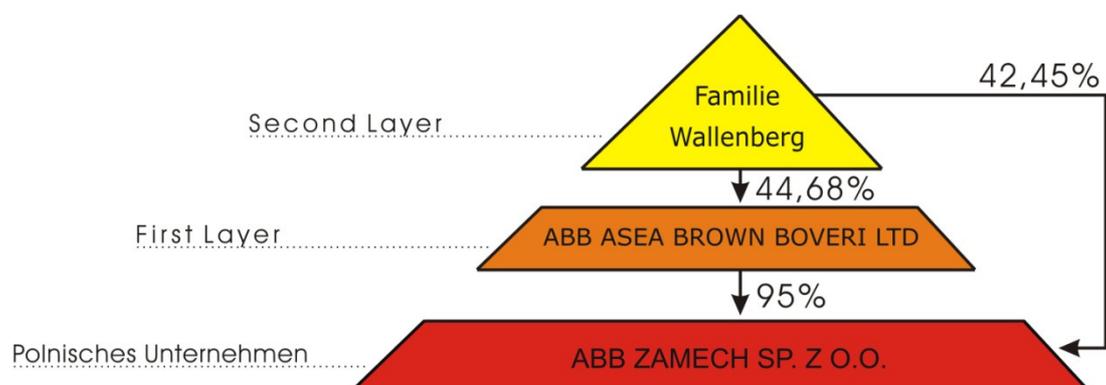
Wie bereits vorhin erwähnt, wurden die jeweils größten Unternehmen mit den zum Zeitpunkt der ersten Untersuchungsperiode meisten Vermögenswerten der drei Länder – Polen, Slowakische Republik und Tschechische Republik – herangezogen, die sich im Datenbestand der Datenbank AMADEUS befanden. Da ein Großteil der Daten hinsichtlich der Aufstellung der Eigentümer nicht vollständig in der Datenbank vorhanden war, stellte sich die Recherche sehr zeitintensiv und oftmals schwierig dar. Eines der größten Hindernisse war es, dass – vor allem – in der ersten Untersuchungsperiode kaum Daten auf Anhieb zu finden waren, da viele Unternehmen nach der Privatisierung oder noch während des Prozesses im Rahmen einer Umstrukturierung umbenannt, aufgelöst oder von großen – meist ausländischen – Konzernen übernom-

men wurden. So ist man bei solch einer Recherche auf die vielen verschiedenen Quellen angewiesen, wobei sich das Internet gerade bei solch grenzüberschreitenden Recherchen als die nützlichste Quelle herausstellte. Aufgrund der Aktualität erwies sich die Suche von Daten der zweiten Untersuchungsperiode als einfacher, da für diesen Zeitraum vielfach ausführliche Jahresabschlüsse auf der jeweiligen Unternehmens-Website zu finden waren, die Aufschluss über die Eigentümerstruktur und die Vernetzung der einzelnen Firmen bot. Jedoch musste ich auch hier oftmals den Versuch starten, über den direkten Kontakt via e-Mail an die nötigen Daten zu gelangen. Trotz großer Bemühungen gelang es mir jedoch nicht alle Unternehmen zu analysieren. Für die Tschechische Republik waren es schlussendlich 46 vollständige Datensätze, für Polen 42 Datensätze und für die Slowakische Republik war es mir möglich, 24 vollständige Datensätze zu sammeln.

Zur grafischen als auch tabellarischen Darstellung der von mir gesammelten Daten nutzte ich die Funktionen von Microsoft Office Excel 2007.

5.2. Die Variablen

Ziel der Untersuchung war es, die Verschiebung der Eigentümerstruktur aufgrund der Privatisierung darzustellen. Dies erfolgte dadurch, indem der anteilmäßig größte Shareholder eines Unternehmens ausgewählt wurde, und wiederum dessen größter Shareholder bis hin zum letzten Shareholder (genannt *ultimate shareholder*) bspw. der Staat oder eine individuelle Person, dargestellt wurden. Um dies besser zu veranschaulichen, wird dies an einem Beispiel-Datensatz aus meiner Untersuchung dargestellt:



Grafik 15: Darstellung Pyramid Layer
Quelle: eigene Darstellung

ABB ZAMECH SP. Z.O.O. gehört zu den größten Unternehmen in Polen und befindet sich bei einem Ranking gerechnet an den vorhandenen *total assets* im Jahre 1997 an neunter Stelle. ABB ZAMECH SP. Z.O.O. ist ein Mitglied der Gruppe ABB ASEA BROWN BOVERI LTD. aus der Schweiz, welche 95 % des polnischen Unternehmens hält und somit nicht nur beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen ausübt, sondern auch eindeutig der größte Aktionär ist. ABB ASEA BROWN BOVERI LTD. wiederum liegt zu 44,68 % in Händen der Wallenberg Familie. Somit stellt die Familie Wallenberg den letzten, größten Aktionär dar, da es sich bei dieser um eine Gemeinschaft natürlicher Personen handelt. Dieser wird im Rahmen dieser Untersuchung mit dem Begriff *ultimate shareholder* bezeichnet. In diesem Beispiel haben wir eine Pyramide mit zwei Layer. Der Gesellschaft ABB ASEA BROWN BOVERI LTD: als *first layer* oder auch *direct shareholder* genannt und die Familie Wallenberg als *second layer* bzw. *ultimate shareholder*. Wie wir noch in einer späteren Darstellung sehen werden, ist die dreistufige Pyramide mit zwei Layer die häufigste Konstellation, jedoch kann diese – wie in ein paar Fällen – auch aus bis zu sechs Layer bestehen. In der ersten Periode haben wir die jeweils direkt gehaltenen Anteile an den verschiedenen in der Pyramidenstruktur enthaltenen Unternehmen besprochen. Doch Ziel der Untersuchung war es auch, das Ausmaß des direkten Eingriffs des *ultimate shareholders (cash flow rights of ultimate shareholder)* festzustellen. Dazu müssen die einzelnen Anteile durchgerechnet werden und in unserem Beispiel sieht man, dass die Familie Wallenberg als *ultimate shareholder* indirekt 42,45 %¹¹⁶ an ABB ZAMECH SP. Z.O.O. hält. Diese Darstellung verdeutlicht die Möglichkeiten, die ein – wenn auch nicht direkt - an einem Unternehmen Beteiligter ausüben kann. So ist die Familie Wallenberg in der Lage – wenn wir davon ausgehen, dass sie einen beherrschenden Einfluss am Unternehmen ABB ASEA BROWN BOVERI LTD. ausüben kann – mit nur rund 40 % an Kapitalaufwand 95 % des polnischen Unternehmens ABB ZAMECH SP. Z.O.O. zu beherrschen.

Folgende Variablen wurden im Rahmen meiner Untersuchung gesammelt und anschließend analysiert:

Zu den Variablen in Bezug auf die Eigenschaften des First Layers, dem ersten direkten und größten Aktionär, zählen dessen direkt gehaltene Anteile (*shareholder direct*), die Ausprägung, in welcher er erscheint (*shareholder type – bank, family, freefloat*,

¹¹⁶ Dies ergibt sich aus folgender Berechnung: 44,68 % an 95 % → $0,4468 \cdot 0,95 \cdot 100 = 42,45$ %

holding, industrial company, other financial institution, privatisation fund und state) und das Land, in welchem der First Layer seinen Sitz hat (*shareholder country*).

Die Variablen des ultimate layer stellen sich fast analog zu denen des first layer dar. So wird auch hier die Nationalität (*ultimate shareholder country*) und der Typus nachgefragt (*ultimate shareholder type*). Jedoch wird hier nicht mehr der direkt gehaltene Anteil an dem davor gelegenen Layer (z.B.: Anteil an second layer) angegeben, sondern nur der indirekte, durchgerechnete Anteil des ultimate shareholders am Ursprungsunternehmen aus Polen, der Slowakischen Republik oder der Tschechischen Republik. Dieser Anteil wird mit *cash flow rights ultimate shareholder* bezeichnet.

Weiters wird auch noch die Variable *change ultimate shareholder* und das *cash flow per voting rights ratio* behandelt. Bei der Variable *change ultimate shareholder* wird festgestellt, in wieweit sich die Theorie und die gefundenen Erkenntnisse aus dieser Studie decken und die Unternehmen nach der Privatisierung auch tatsächlich in private und möglicherweise ausländische Hände gelangt sind. So ist ein Wechsel des Eigentümertypus als Change zu sehen.

Das Verhältnis zwischen den *cash flow rights* des *ultimate shareholders* und dem direkt gehaltenen Anteil des first layers (*shareholder direct*) soll den Zusammenhang zwischen dem kontrollierbaren Anteil zu jenem, der finanziell aufgebracht werden musste, darstellen¹¹⁷.

Es werden somit nur die direkten Aktionäre und die *ultimate shareholder* in dieser Studie genauer untersucht. Die dazwischenliegenden Layer werden hier nicht speziell betrachtet, jedoch erkennt man sie an der Variable *pyramid layer* die angibt wie viele Layer dazwischen liegen. Auch sind die Daten bekannt, da eine Durchrechnung der *cash flow rights* der *ultimate shareholder* sonst nicht möglich wäre.

¹¹⁷ Vgl. Francis et al. (2003)

5.2.1 First Layer Variablen

Die erste Variable ist jene des direkt gehaltenen Anteils. Die variable *shareholder direct* gibt Aufschluss darüber, in wieweit es eine konzentrierte Eigentümerstruktur in den Ländern gibt, oder ob sich ein Unternehmen in den Händen vieler verschiedener Investoren befindet.

Variable: Shareholder Direct						
	Periode 1			Periode 2		
	Beobachtungen	Mittel	Median	Beobachtungen	Mittel	Median
Polen	42	79,00%	100,00%	42	72,21%	75,18%
Slowakei	24	71,19%	73,85%	24	68,67%	68,00%
Tschechien	46	57,10%	50,50%	46	72,23%	77,91%
Total	112	68,33%	61,51%	112	71,46%	72,85%

Tabelle 1: Shareholder Direct

An dieser Aufstellung lässt sich leicht erkennen, dass vor allem in Polen innerhalb der ersten Untersuchungsperiode viele Unternehmen noch einen starken Shareholder aufweisen konnten. Mit einem Mittelwert von 79 % und einem Median von sogar 100 % sieht man, dass viele Unternehmen noch von einem Anteilsinhaber kontrolliert wurden. Dass die beiden anderen Länder – Slowakische Republik und Tschechische Republik – eine schon geringere Konzentration aufweisen, bestätigt auch die Erkenntnisse aus der Literatur, denn in beiden Ländern wurde der Privatisierungsprozess bereits früher, nämlich 1991, gestartet und mit den ersten Privatisierungswellen wurden auch schon viele Unternehmen erfolgreich privatisiert (siehe dazu auch Kapitel 4).

Interessant erscheint der Umstand, dass sich in der Tschechischen Republik innerhalb der zweiten Periode der Trend gewendet hat und es wieder zu einem Wechsel hin zu einer konzentrierteren Eigentümerkonstellation gekommen ist. Ein Grund dafür könnte möglicherweise sein, dass – wie auch vielfach in der Literatur erwähnt – die vielen neuen durch die Privatisierung entstandenen Aktionären nach einiger Zeit ihre Anteile – die sie aufgrund der Gutscheinprivatisierung erhalten haben – auf dem Sekundärmarkt, über die Börse, wieder verkauft haben. So konnten einige wenige Investoren große Anteile an Unternehmen nachträglich erwerben. Dieses Ergebnis zeigt auch den Vorteil der Massenprivatisierung via Gutscheinausgabe – nämlich die nachträgliche Bildung von Blockholdern, die wiederum zu einer effizienten Corporate Governance führen.

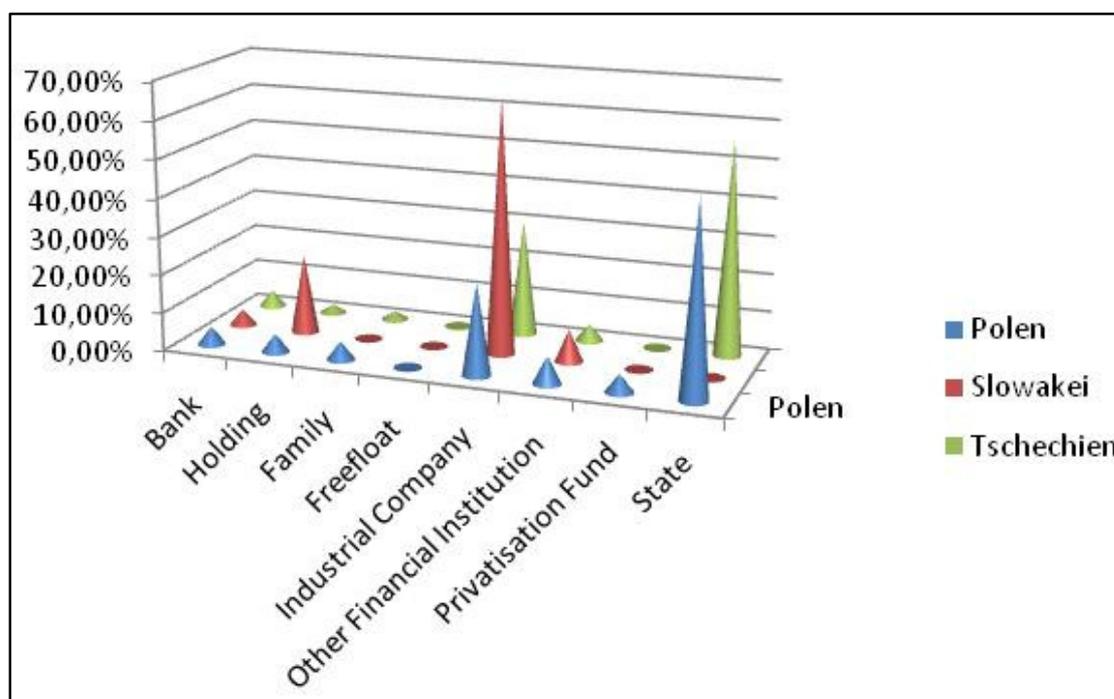
In den beiden anderen Ländern – Polen und der Slowakischen Republik – ist demgegenüber das typische für Osteuropa übliche Bild zu sehen, welches einen noch

weiteren Rückgang von konzentrierten Eigentümerstrukturen hin zu gestreuter Eigentümerstruktur darstellt.

Die nächste Variable zeigt den Typ, den der direkte Aktionär besitzt:

Variable: Shareholder Type								
	Periode 1							
	Bank	Holding	Family	Freefloat	Industrial Company	Other Financial Institution	Privatisation Fund	State
Polen	4,76%	4,76%	4,76%	0,00%	23,81%	7,14%	4,76%	50,00%
Slowakei	4,17%	20,83%	0,00%	0,00%	66,67%	8,33%	0,00%	0,00%
Tschechien	4,35%	2,17%	2,17%	0,00%	30,43%	4,35%	0,00%	56,52%
Durchschnitt	4,43%	9,26%	2,31%	0,00%	40,30%	6,61%	1,59%	35,51%

Tabelle 2: Shareholder Type – Periode 1

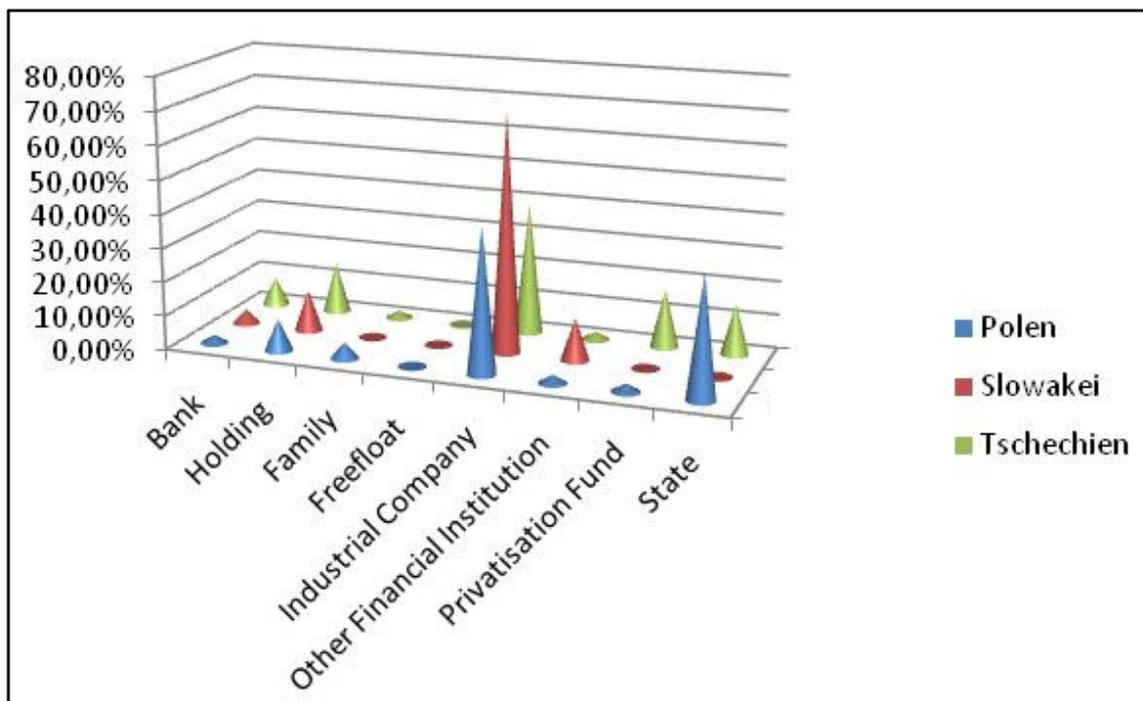


Grafik 16: Shareholder Type – Periode 1

Innerhalb der ersten Untersuchungsperiode lässt sich feststellen, dass vor allem in Polen und der Tschechischen Republik der Staat noch einen hohen Anteil in den Unternehmen besessen hat. Das Nicht-Vorhandensein des Staates in den größten Unternehmen der Slowakischen Republik könnte möglicherweise davon hergeleitet werden, dass genau mit Beginn der Privatisierungen die ehemalige CSFR (Tschechoslowakische Republik) geteilt wurde und eventuell viele – vor allem – große Unternehmen der Tschechischen Republik zugeteilt wurden und die restlichen Unternehmen bereits privatisiert wurden. Dies würde auch die extrem hohe Anzahl an *Industrial Companies* erklären, die sich unter den direkten Eigentümern befindet.

Variable: Shareholder Type								
	Periode 2							
	Bank	Holding	Family	Freefloat	Industrial Company	Other Financial Institution	Privatisation Fund	State
Polen	2,38%	9,52%	4,76%	0,00%	42,86%	2,38%	2,38%	35,71%
Slowakei	4,17%	12,50%	0,00%	0,00%	70,83%	12,50%	0,00%	0,00%
Tschechien	8,70%	15,22%	2,17%	0,00%	39,13%	2,17%	17,39%	15,22%
Durchschnitt	5,08%	12,41%	2,31%	0,00%	50,94%	5,68%	6,59%	16,98%

Tabelle 3: Shareholder Type – Periode 2



Grafik 17: Shareholder Type – Periode 2

In der zweiten Periode hat vor allem in der Tschechischen Republik die Staatsgewalt über die Unternehmen abgenommen. Nun finden sich in allen drei Ländern überwiegend *industrial companies* als direkte Anteilsinhaber der ursprünglichen Unternehmen. Die Privatisierungsfonds haben – wie auch bereits vorhin erwähnt – vor allem in der Tschechischen Republik ihre größte Präsenz, vielfach durch die Massenprivatisierungen bestimmt.

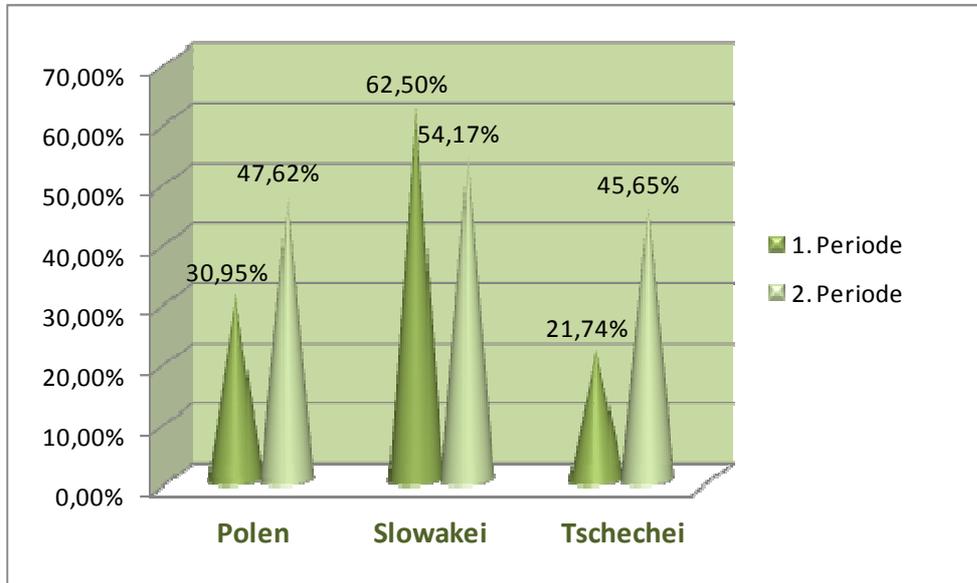
Die nächste first layer Variable zeigt an, in welchen Ländern die direct shareholders angesiedelt sind:

Variable: Shareholder Country						
	Polen		Slowakei		Tschechei	
	Periode 1	Periode 2	Periode 1	Periode 2	Periode 1	Periode 2
Domestic	29	22	9	11	36	25
Austria	0	0	3	0	0	1
Belgium	0	1	0	0	1	0
Cyprus	0	0	0	0	0	0
Czech Republic	0	0	2	2	36	25
Finland	1	1	0	0	0	0
France	2	3	2	0	0	1
Germany	0	1	2	3	5	6
Great Britain	1	1	0	0	2	1
Italy	1	1	0	1	0	1
Luxembourg	0	0	0	0	0	1
Netherlands	5	3	2	4	1	6
Poland	29	22	0	0	0	0
Slovakia	0	0	9	11	0	0
Spain	0	0	0	0	0	0
Sweden	0	0	2	1	0	0
Switzerland	1	2	2	0	1	2
USA	2	3	0	0	0	1
Others	0	4	0	2	0	1
Total	42	42	24	24	46	46

Tabelle 4: Shareholder Country

Diese Tabelle lässt klar erkennen, dass es in der Tschechischen Republik in der zweiten Periode dazu kam, dass um ein Drittel weniger nationale Investoren direkt an den heimischen Unternehmen beteiligt waren. In der Slowakischen Republik wiederum stieg sogar der Anteil an inländischen Investoren um rund ein Fünftel. Auch diese Erkenntnis geht mit der Literatur einher. Im Kapitel 4.9 wird beim Thema FDI – foreign direct investment klar, dass die Tschechische Republik und auch Polen (siehe Kapitel 4.7) einen steigenden FDI-Anteil verzeichnen konnten, da es sich bei diesen um attraktive und vor allem sichere und vorhersehbare Länder handelte, während die Skepsis bei den Investoren hinsichtlich der Slowakischen Republik weitaus größer war, wodurch auch ein weitaus geringerer FDI-Anteil zu verzeichnen war (siehe dazu auch Kapitel 4.8). Dies zeigen auch die oben angeführten Zahlen in der Tabelle 4. In den beiden Ländern mit hohen FDI-Anteilen (Polen und Tschechische Republik) ist die Anzahl ausländischer Investoren mit der Zeit gestiegen, während dieser in der Slowakischen Republik zurückging.

Dieser Unterschied lässt sich auch grafisch sehr gut darstellen. Durch diese Darstellung erkennt man ganz deutlich, dass vor allem in Polen und der Tschechischen Republik der Anteil an ausländischen Aktionären, die direkt Anteile an den ursprünglichen Unternehmen halten, mit der Zeit stark ansteigt.



Grafik 18: Anteil ausländischer Investoren (Direct Shareholder)

5.2.2 Ultimate Layer Variablen

Nun werden analog zu den vorhergehenden Variablen die gesammelten Daten in Bezug auf den Ultimate Shareholder untersucht.

Variable: Cash Flow Rights Ultimate-Shareholder						
	Periode 1			Periode 2		
	Beobachtungen	Mittel	Median	Beobachtungen	Mittel	Median
Polen	42	69,13%	100,00%	42	55,85%	50,53%
Slowakei	24	36,47%	32,33%	24	33,80%	27,70%
Tschechien	46	45,62%	47,57%	46	50,32%	49,74%
Total	112	52,32%	49,00%	112	48,86%	47,50%

Tabelle 5: Cash Flow Rights Ultimate- Shareholder

Tabelle 5 zeigt den Einfluss den der Ultimate Shareholder auf eines der untersuchten Unternehmen aus Polen, der Slowakischen Republik oder der Tschechischen Republik nehmen kann – die sogenannten Cash Flow Rights. Die Berechnung

der Cashflow-Rights erfolgt analog der Berechnung veranschaulicht in Grafik 15 unter der Fußzeile Nr. 117 auf Seite 74.

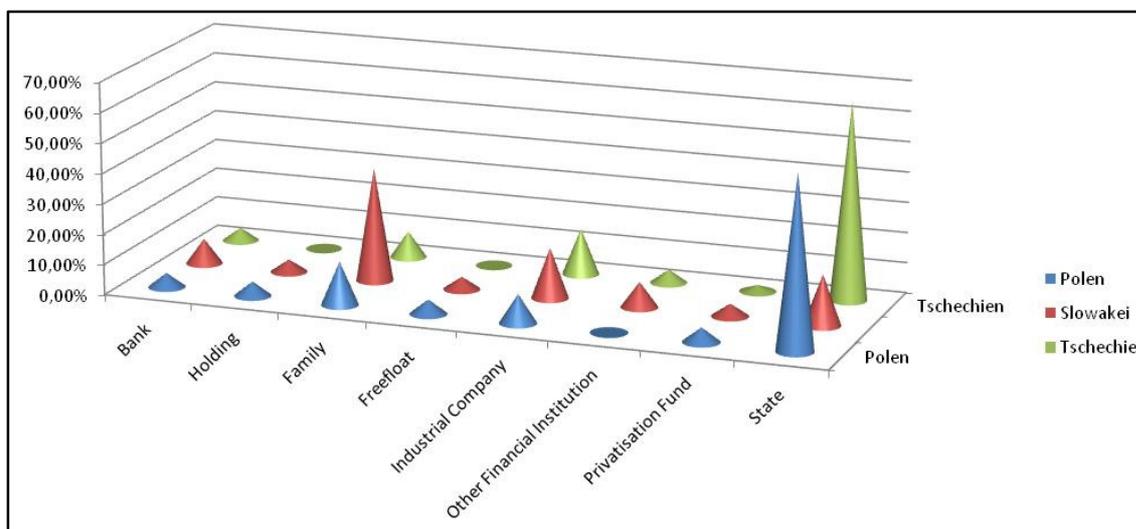
Hier wird deutlich, dass der ultimate shareholder meist nur noch einen geringen Teil eines Unternehmens beherrscht. Dies geht auch einher mit der Tatsache, dass es kaum einstufige Pyramidenstrukturen gibt.

Die größte Abnahme des Einflusses eines Aktionärs entstand in Polen. Hier verlagerte sich der Median von 100 % auf 50,53 %. Dieses Bild entsteht dadurch, dass Polen zwar schon früh mit dem Privatisierungsgedanken gespielt hatte, jedoch dauerte die Durchführung des Prozesses weit aus länger als erwartet und so stiegen auch Pyramidenstrukturen erst in der zweiten Periode an.

In Tabelle 6 werden die ultimate owners nach ihrem Typus aufgegliedert:

Variable: Ultimate-Shareholder Type								
	Periode 1							
	Bank	Holding	Family	Freefloat	Industrial Company	Other Financial Institution	Privatisation Fund	State
Polen	4,76%	4,76%	14,29%	4,76%	9,52%	0,00%	4,76%	57,14%
Slowakei	8,33%	4,17%	37,50%	4,17%	16,67%	8,33%	4,17%	16,67%
Tschechien	4,35%	0,00%	8,70%	0,00%	15,22%	4,35%	2,17%	65,22%
Durchschnitt	5,81%	2,98%	20,16%	2,98%	13,80%	4,23%	3,70%	46,34%

Tabelle 6: Ultimate-Shareholder Type – Periode 1



Grafik 19: Ultimate Shareholder Type – Periode 1

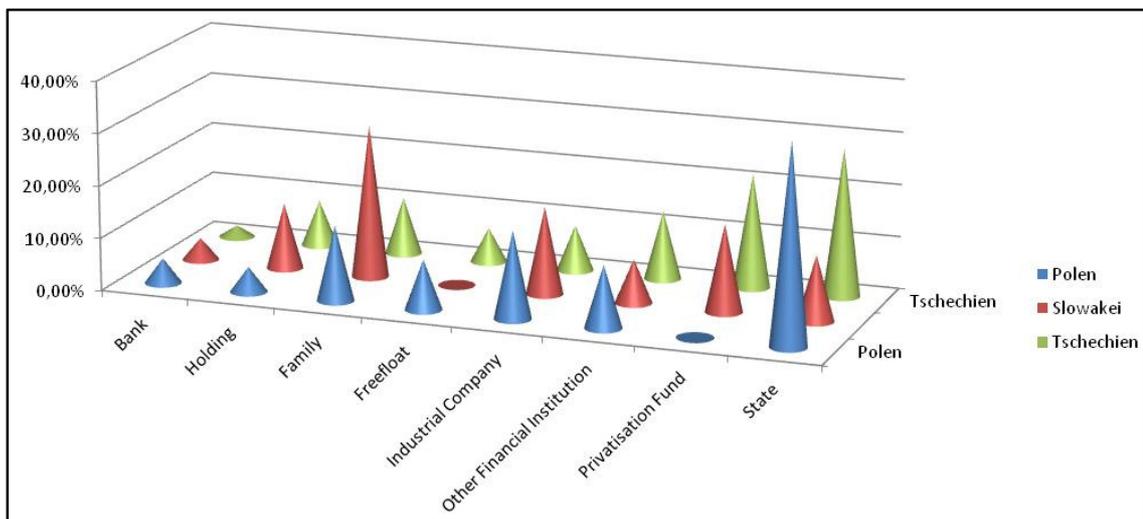
Auch beim Ultimate Shareholder zeigt sich ein ähnliches Bild, wie auch schon unter Kapitel 4.2.1. In Polen und der Tschechische Republik hält der Staat innerhalb

der ersten Untersuchungsperiode einen Großteil der Unternehmen¹¹⁸, während es in der Slowakischen Republik vermehrt Familien sind, die am Ende der Eigentümerpyramide stehen.

In der zweiten Periode zeigt sich unter den Eigentümern folgende Struktur:

Variable: Ultimate-Shareholder Type								
	Periode 2							
	Bank	Holding	Family	Freefloat	Industrial Company	Other Financial Institution	Privatisation Fund	State
Polen	4,76%	4,76%	14,29%	9,52%	16,67%	11,90%	0,00%	38,10%
Slowakei	4,17%	12,50%	29,17%	0,00%	16,67%	8,33%	16,67%	12,50%
Tschechien	2,17%	8,70%	10,87%	6,52%	8,70%	13,04%	21,74%	28,26%
Durchschnitt	3,70%	8,65%	18,11%	5,35%	14,01%	11,09%	12,80%	26,29%

Tabelle 7: Ultimate-Shareholder Type – Periode 2



Grafik 20: Ultimate Shareholder Type – Periode 2

In Hinblick auf die zweite Untersuchungsperiode lässt sich erkennen, dass vor allem die polnischen Unternehmen noch stark vom Staat beherrscht werden¹¹⁹, was wiederum auf die verspätete Privatisierung hindeutet. In der Slowakischen Republik sind weiterhin Familien noch stark vertreten, wobei auch schon sonstige Betriebe und Privatisierungsfonds vermehrt unter den Eigentümern zu finden sind. In der Tschechischen Republik sind bereits alle Typen – ausgenommen dem Bankensektor – unter den ultimate shareholder vertreten.

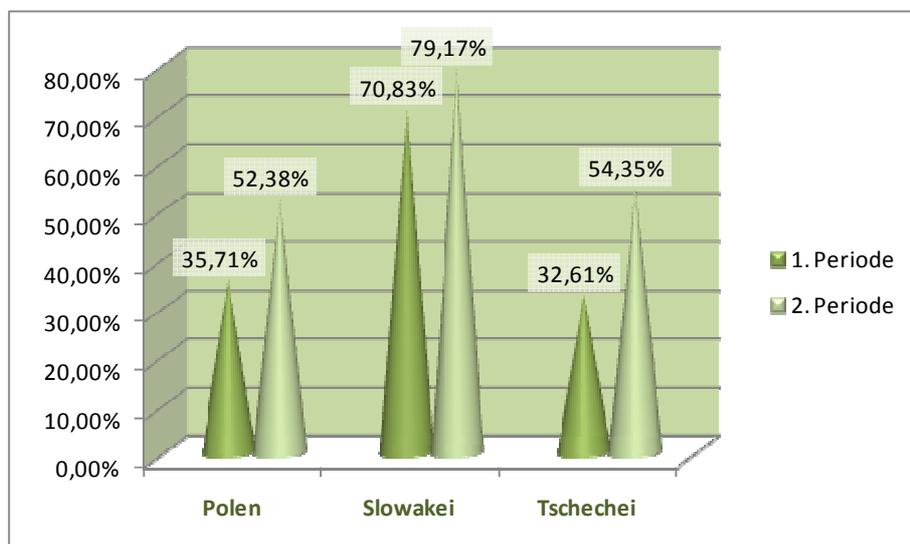
¹¹⁸ Im tschechischen Wert sind jedoch auch zwei ausländische Staaten enthalten, die als ultimate shareholder an zwei Unternehmen beteiligt sind.

¹¹⁹ Im polnischen und tschechischen Wert ist jedoch jeweils auch ein ausländischer Staat enthalten, der als ultimate shareholder an zwei Unternehmen beteiligt ist.

Die nächste Tabelle zeigt die Herkunft der *ultimate owner*, die auch wieder einen deutlichen Rückgang der inländischen Investoren erkennen lässt. Vor allem Österreich, Deutschland, Italien, Frankreich, die Niederlande und die USA spielen hier eine größere Rolle. Vice versa verdeutlicht die untenstehende Grafik den Anstieg der ausländischen Investoren in der zweiten Untersuchungsperiode für alle drei Länder.

Variable: Ultimate Shareholder Country						
	Polen		Slowakei		Tschechei	
	Periode 1	Periode 2	Periode 1	Periode 2	Periode 1	Periode 2
Domestic	27	20	7	5	31	21
Austria	0	1	3	0	0	0
Belgium	0	0	1	1	0	1
Cyprus	0	0	0	2	0	0
Czech Republic	0	0	0	1	31	21
Finland	1	0	0	0	0	0
France	1	4	3	1	0	0
Germany	0	0	1	2	5	6
Great Britain	0	0	0	0	0	1
Italy	2	2	0	1	0	1
Luxembourg	0	0	0	0	0	0
Netherlands	2	1	1	1	1	0
Poland	27	20	0	0	0	0
Slowakia	0	0	7	5	0	0
Spain	0	0	0	0	0	1
Sweden	0	0	2	2	0	0
Switzerland	1	0	2	0	1	0
USA	3	4	0	3	1	2
Others	5	10	4	5	7	13
Total	42	42	24	24	46	46

Tabelle 8: Ultimate-Shareholder Country



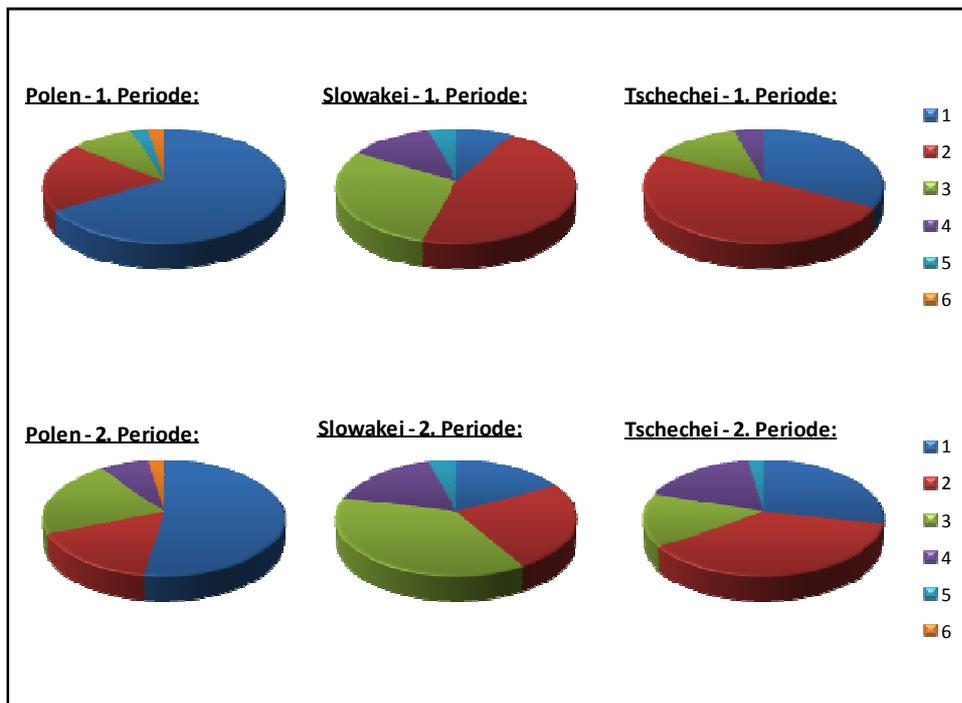
Grafik 21: Anteil ausländischer Investoren (Ultimate Shareholder)

Eine weitere Variable stellt die Anzahl der *Pyramid Layers* dar, die angibt wie komplex die Eigentümerstruktur aufgebaut ist. Je mehr Layer enthalten sind, desto geringer werden im Allgemeinen auch die Cashflow-Rights.

Variable: Anzahl an Pyramid Layers						
	Polen		Slowakei		Tschechei	
# an Layer	Periode 1	Periode 2	Periode 1	Periode 2	Periode 1	Periode 2
1	66,67%	52,38%	8,33%	16,67%	32,61%	28,26%
2	19,05%	16,67%	45,83%	25,00%	50,00%	36,96%
3	9,52%	21,43%	29,17%	37,50%	13,04%	15,22%
4	0,00%	7,14%	12,50%	16,67%	4,35%	17,39%
5	2,38%	0,00%	4,17%	4,17%	0,00%	2,17%
6	2,38%	2,38%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabelle 9: Anzahl Pyramid Layer

Interessanterweise zeigt sich in Polen ein weitaus höherer Grad an Pyramidenstufen, sowohl in der ersten als auch in der zweiten Untersuchungsperiode. Jedoch ist auch der Großteil – im Gegensatz zu den beiden anderen Ländern – einstufig. Dies kommt vor allem daher, dass in Polen vielfach der Staat in direktem Besitz der Unternehmen war, während in den anderen Ländern auch vermehrt andere Typen von Eigentümern vertreten waren und es so oftmals zu Pyramidenbildungen gekommen ist.



Grafik 22: Anzahl der Pyramid Layer

Die nachfolgende Tabelle veranschaulicht das *Cash Flow per Voting Rights Ratio*, welches aufgrund von Division der Variablen *cash flow rights ultimate shareholder* und *direct shareholder* berechnet wird und die Verknüpfung der Kontrollrechte mit den Cashflow Rechten der ultimate shareholder angibt. In der ersten Periode zeigen die Ergebnisse der Länder Polen und Tschechische Republik, dass sich die Kontroll- und die Cashflow Rechte decken. Dies kommt daher, dass bei diesen beiden Ländern einen großen Anteil an einstufigen Pyramidenstrukturen, innerhalb der ersten Untersuchungsperiode, vorweisen konnten. In der zweiten Periode ist erkennbar, dass die Tschechische Republik ebenfalls eine höhere Anzahl an Pyramidenstufen, verglichen mit der ersten Periode, aufwies (siehe dazu auch Tabelle 9).

Variable: Cash Flow per Voting Rights Ratio						
	Periode 1			Periode 2		
	Beobachtungen	Mittel	Median	Beobachtungen	Mittel	Median
Polen	42	1,00	1,00	42	1,00	1,00
Slowakei	24	0,05	0,05	24	0,05	0,05
Tschechien	46	1,00	1,00	46	0,63	0,63

Tabelle 10: Cashflow per Voting Rights Ratio

Wie bereits erwähnt war es eines der Ziele dieser Untersuchung festzustellen, ob es zwischen den beiden Untersuchungszeiträumen zu einem vermehrten Wechsel des Eigentübertyps gekommen ist. In der nachfolgenden Tabelle wird veranschaulicht, dass es vor allem in der Tschechischen Republik zu einem Wechsel des Eigentübertyps bei mehr als der Hälfte der untersuchten Unternehmen gekommen ist. Dies geht auch einher mit dem Ergebnis aus Grafik 20, bei der man sieht, dass hier fast alle Eigentübertypen unter den ultimate shareholder vertreten sind. Ein ähnliches Bild – nur nicht in so einem starken Ausmaß – zeigt sich auch bei den anderen beiden Ländern.

Variable: Change of Ultimate Shareholder			
CHANGE	Polen	Slowakei	Tschechien
JA	15	9	27
NEIN	27	15	19
Total	42	24	46
Veränderung	35,71%	37,50%	58,70%

Tabelle 11: Change of Ultimate Shareholder

Transition Matrix of Ultimate Shareholders (1./2. Periode) - Gesamt									
Largest Owner (1. Periode)	Ultimate Shareholder (2. Periode)								Total (1. Periode)
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1. Bank	3	0	1	0	0	2	0	0	6
2. Holding	0	1	1	0	1	0	0	0	3
3. Family	0	3	11	0	0	3	2	0	19
4. Freefloat	0	0	0	2	0	0	0	1	3
5. Industrial Company	0	2	1	0	10	2	0	0	15
6. Other Financial Institution	0	0	1	0	0	3	0	0	4
7. Privatisation Fund	0	0	1	0	1	0	1	1	4
8. State	1	3	2	5	3	3	11	30	58
Total	4	9	18	7	15	13	14	32	112
<i>Wechsel hinzu - Total</i>	1	8	7	5	5	10	13	2	
<i>Wechsel hinzu - Prozentuell</i>	25%	89%	39%	71%	33%	77%	93%	6%	

Tabelle 12: Transition-Matrix (Gesamt)

Anhand dieser Matrix sieht man die Verschiebung des Typus bei der Variable *ultimate shareholder type* von Untersuchungsperiode 1 zu Untersuchungsperiode 2.

In der ersten Periode war der Staat 58-mal als *ultimate shareholder* vertreten. Von diesen 58 blieben 30 Unternehmen unverändert und besaßen auch noch in der zweiten Periode den Staat als *ultimate shareholder*. In 28 Fällen verlor der Staat seine Position als oberster Aktionär in der Eigentümerpyramide und der *ultimate shareholder* änderte sich. Beispielsweise wurde bei 11 Fällen nun der Typus *Privatisation Fund* als *ultimate shareholder* angegeben.

Die Grafik zeigt, dass es gesamthaft gesehen nicht übermäßig oft zu einem Wechsel des *ultimate shareholders* gekommen ist (siehe dazu auch Tabelle 11), da sich bei den meisten der acht Typen die Anzahl, welche in der ersten Periode ersichtlich war, auch noch in der zweiten Periode wiederfindet (Zahlen in der Diagonale bedeuten, dass es zu keinem Wechsel des Ultimate Shareholder-Typus von der ersten zur zweiten Untersuchungsperiode gekommen ist).

Am häufigsten Wechselte der Typus in die Kategorie *Privatisation Fund* (13-mal) und *Other Financial Institution* (10-mal) gefolgt von *Holding* und *Family*. Verglichen mit der ersten Periode hat sich die Anzahl an *ultimate shareholder* bei den *Privatisation Funds* und den *Holdings* nahezu verdoppelt. Nur zwei Unternehmen wiesen den Staat

zusätzlich als *ultimate shareholder* innerhalb des zweiten Untersuchungszeitraums aus, was wiederum eine Steigerung von nur 6 % darstellt. Aber genau dieses Bild zeichnet sich im Rahmen eines Privatisierungsprozesses ab.

Zur besseren Übersicht im Detail finden sich nachfolgend die jeweiligen Transition-Matrizen für jedes Land:

Transition Matrix of Ultimate Shareholders (1./2. Periode) - Polen									
Largest Owner (1. Periode)	Ultimate Shareholder (2. Periode)								Total (1. Periode)
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1. Bank	1	0	0	0	0	1	0	0	2
2. Holding	0	1	1	0	0	0	0	0	2
3. Family	0	0	4	0	0	2	0	0	6
4. Freefloat	0	0	0	2	0	0	0	0	2
5. Industrial Company	0	0	0	0	3	1	0	0	4
6. Other Financial Institution	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Privatisation Fund	0	0	1	0	1	0	0	0	2
8. State	1	1	0	2	3	1	0	16	24
Total	2	2	6	4	7	5	0	16	42

Tabelle 13: Transition-Matrix (Polen)

Transition Matrix of Ultimate Shareholders (1./2. Periode) - Slowakische Republik									
Largest Owner (1. Periode)	Ultimate Shareholder (2. Periode)								Total (1. Periode)
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1. Bank	1	0	1	0	0	0	0	0	2
2. Holding	0	0	0	0	1	0	0	0	1
3. Family	0	1	6	0	0	0	2	0	9
4. Freefloat	0	0	0	0	0	0	0	1	1
5. Industrial Company	0	1	0	0	3	0	0	0	4
6. Other Financial Institution	0	0	0	0	0	2	0	0	2
7. Privatisation Fund	0	0	0	0	0	0	1	0	1
8. State	0	1	0	0	0	0	1	2	4
Total	1	3	7	0	4	2	4	3	24

Tabelle 14: Transition-Matrix (Slowakische Republik)

Transition Matrix of Ultimate Shareholders (1./2. Periode) - Tschechische Republik									
Largest Owner (1. Periode)	Ultimate Shareholder (2. Periode)								Total (1. Periode)
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1. Bank	1	0	0	0	0	1	0	0	2
2. Holding	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Family	0	2	1	0	0	1	0	0	4
4. Freefloat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Industrial Company	0	1	1	0	4	1	0	0	7
6. Other Financial Institution	0	0	1	0	0	1	0	0	2
7. Privatisation Fund	0	0	0	0	0	0	0	1	1
8. State	0	1	2	3	0	2	10	12	30
<i>Total</i>	<i>1</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>6</i>	<i>10</i>	<i>13</i>	<i>46</i>

Tabelle 15: Transition-Matrix (Tschechische Republik)

Schlusswort (Zusammenfassung)

Diese Arbeit behandelte die Auswirkungen der Privatisierungen Anfang der 90er Jahre auf die Entwicklung der Eigentümerstruktur und von Corporate Governance Richtlinien in Osteuropa.

Ziel war es aufgrund einer empirischen Studie die bereits vorhandene Literatur durch die aus der Studie gewonnenen Erkenntnisse zu unterstreichen oder kritisch zu hinterfragen.

Hinsichtlich der Privatisierungsprozesse konnte man – auch bedingt dadurch, dass zu Beginn der Privatisierungsvorhaben die heutigen Staaten Tschechische Republik und Slowakische Republik noch eine gemeinsame Republik, die Tschechoslowakische Republik, darstellten – deutlich erkennen, dass die Tschechische und die Slowakische Republik die gleiche Vorgehensweise anstrebten. Zuerst sollten im Rahmen einer kleinen Privatisierung Betriebe des Einzelhandels und der Gastronomie, sowie Handwerksbetriebe u.ä. privatisiert werden. Anschließend wurden die großen Industriebetriebe, Banken, Versicherungen etc. dem Privatisierungsprozess unterzogen. Im Zuge der Privatisierungswellen quer durch Osteuropa wurden die verschiedensten Methoden, wie der direkte Verkauf oder Leasingverträge, angewandt. Für eine Form der Privatisierung war jedoch die Tschechische Republik ein sog. Vorreiter, u.z. für die Methode der Gutscheinprivatisierung. In der Tschechischen Republik wollte man so rasch wie möglich möglichst viele Unternehmen privatisieren, um eine Wende zurück in das Zentralplansystem zu verhindern. Mit Hilfe der Gutscheinprivatisierung wurden etliche Unternehmen quasi an die Bevölkerung verschenkt, da jeder berechnete Staatsbürger Anteile an diesen Unternehmen im Tausch gegen die erhaltenen Gutscheine erwerben konnte.

Die Gutscheinmethode hatte von Anbeginn an sowohl ihre Verfechter als auch ihre Gegner. Viele waren der Ansicht, dass diese Methode zu einer massiv gestreuten Eigentümerstruktur führen würde und eine Kontrolle des Managements dadurch behindert werden würde. Andere jedoch erkannten, dass es auch bei einer anfänglichen Eigentümerstreuung, aufgrund der Möglichkeit seine Anteile an der Börse zu handeln, über kurz oder lang zu einer kleineren Anzahl von Aktionären kommen

wird, da kapitalstarke Investoren diese Anteile erwerben. Durch größere Anteile am Unternehmen erhält der Aktionär mehr Möglichkeiten vor allem in Hinblick auf die Kontrollmöglichkeiten des Managements. Die Gutscheinemethode mag nicht in allen Fällen die beste Variante zur Privatisierung darstellen, jedoch verhalf sie der Tschechischen Republik zu einer raschen Einführung und guten Umsetzung der Corporate Governance. Dieser Umstand erhöhte auch das Vertrauen und das Interesse ausländischer Investoren in die Tschechische Republik zu veranlassen.

In Polen wiederum stand der Aspekt der Zufriedenstellung der Arbeitnehmer im Vordergrund, wieso auch die Methode des Management/Employee-Buyouts gewählt wurde.

Aufgrund der Privatisierungen erhielten in Osteuropa Corporate Governance Richtlinien einen hohen Stellenwert, da nur dadurch das Interesse ausländischer Investoren gewonnen werden konnte und mit deren Hilfe die Rechte der Aktionäre weitestgehend gestärkt werden.

Die empirische Studie hat gezeigt, dass es vermehrt gestreute Eigentumsverhältnisse gibt, ausländische Investoren verstärkt in Osteuropa investieren und die Anzahl der Layer ansteigt. Auch die Vermutung, dass ein Eigentümerwechsel, bezogen auf den Typus, stattgefunden hat wurde mit Hilfe dieser Studie bestätigt.

Referenzen

- Adensamer, V. (2005), *Privatisierung und Liberalisierung öffentlicher Dienstleistungen in der EU – neue Mitgliedsstaaten: Tschechische Republik*, Wien, Österreichische Gesellschaft für Politikberatung und Politikentwicklung – ÖGPP
- Alchian, und Demsetz (1972), *Production, information costs, and economic organization*, *American Economic Review*, Vol. 62, No. 5, p. 777-795
- Amihud, Y. und B. Lev (1981), *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*, *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 823-837
- Becht, M., P. Bolton und A. Roell (2002) *Corporate Governance and Control*, ECGI Working Paper Series in Finance No 02/2002
- Berglöf E. und A. Pajuste (2005) *What do firms disclose and why? Enforcing Corporate Governance and transparency in Central and Eastern Europe*, EFA 2005 Moscow Meeting Papers
- Blanchard, O., R. Dornbusch, P. Krugman, R. Layard und L. Summers (1991), *Reform in Eastern Europe*, MIT Press
- Borensztein, E. und M. S. Kumar (1991), *Proposals for Privatisation in Eastern Europe*, International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/91/36
- Both, E. (2004), *Eine Analyse von Corporate Governance Rahmenbedingungen in Ungarn, Polen und Tschechien*, Wien
- Boycko, M., A. Shleifer und R. W. Vishny (1993), *Voucher Privatization*, Working Paper No. 85, Center for the Study of the Economy and the State, The University of Chicago
- Claessens, S., S. Djankov und G. Pohl (1997), *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic*, The World Bank, Policy Research Working Paper No. 1737
- Clement, H. (2003), *Privatisierung in Osteuropa: Strategien, Entwicklungswege, Auswirkungen und Ergebnisse*, Vorwort, forost Arbeitspapier Nr. 13, Forschungsverbund Ost- und Südosteuropa, Berlin

-
- Dann, L. und H. DeAngelo (1983), *Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics 11, 275-300
- Denis, K. D. (2001), *Twenty-five years of corporate governance research ... and counting*, Review of Financial Economics 10 (2001), North-Holland, 191 – 212.
- Druey, J. N. (2002), *Corporate Governance – Einige allgemeine Überlegungen*, In: *Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht*, Hrsg. Prof. Dr. Rudolf Jahn und RA Dr. Harald R. Jahn, Linde Verlag, Wien
- Easterbrook, F. H. (1984): *Two agency cost explanations of dividends*, American Economic Review 74
- Francis, J., K. Schipper und L. Vincent (2003), *Earnings and Dividends Informativeness When Cash Flow Rights are Separated from Voting Rights*, Working Paper, Duke University, North Carolina, USA
- Frederick, R. (1994), *Enterprise Restructuring in the Context of Privatisation: An Overview of the Issues*, in: *Trends and Policies in Privatisation (2)*, No. 1, S. 63-73
- Hannula, H., *Enterprise Restructuring in Transition Economies: Ownership Type and Manufacturing Development*, University of Tartu
- Hare, P. G. (1999), *Systemic Change in Post-Communist Economies*, MacMillan, London
- Hermalin, B. E., und M. S. Weisbach (2003), *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature*, Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) Economic Policy Review
- Holderness, C. G. (2003), *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) Economic Policy Review, April 2003
- Hopt, K. J. (2002), *Corporate Governance in Europa: Neue Regelungsaufgaben und Soft Law*, In: *Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht*, Hrsg. Prof. Dr. Rudolf Jahn und RA Dr. Harald R. Jahn, Linde Verlag, Wien
- Höferl, A. (2004), *Privatisierung und Liberalisierung öffentlicher Dienstleistungen in der EU – neue Mitgliedsstaaten: Slowakei*, Wien, Österreichische Gesellschaft für Politikberatung und Politikentwicklung – ÖGPP

-
- Jensen, M. und W. Meckling (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics 3, 305-360
- Jensen, M. (2000), *A survey of the firm: governance residual claims and organizational forms*, Cambridge, Harvard University Press
- Kalotay, K. und G. Hunya (2000), *Privatization and FDI in Central and Eastern Europe, Transnational Corporations*, vol. 9, no. 1
- Kochanowicz, J., P. Kozarzewski and R. Woodward (2004), *Understanding Reform: the case of Poland*, Centre for Social and Economic Research CASE Report No. 59
- Kozarzewski P., (2006), *Privatization and Corporate Governance in Poland: problems and trends*, Warsaw, Centre for Social and Economic Research, Working Paper, No. 325
- Krebner, I. B. (2008), *Corporate Governance in Poland: Disclosure Standards of Listed Companies*, Wien
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny (1998), *Law and Finance*, Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, 1113-55
- Monks, R. A. G. und N. Minow (1995), *Corporate Governance*, Oxford, Blackwell
- Mueller, D. C. (2003), *The corporation: investment, mergers, and growth*, London, Routledge
- Myers, S. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics 5, 147-175
- Olsson, M. (1999), *Ownership Reform and Corporate Governance. The Slovak Privatisation Process in 1990-1996*, Uppsala, Acta Universitatis Upsaliensis, Uppsala Studies in Economic History 49
- Organization for Economic Co-operation and Development (1991), *Czech and Slovak Federal Republic 1991*, OECD Economic Surveys, Paris
- Organization for Economic Co-operation and Development (1995), *Corporate Governance Environments in OECD countries*
- Organization for Economic Co-operation and Development (1998), *The Czech Republic*, Paris

Organization for Economic Co-operation and Development (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*

Plattner, D. (1996), *Privatisierung in der Systemtransformation: eine ökonomische Untersuchung am Beispiel der Privatisierungspolitik in Tschechien, der Slowakei, Ungarn, Polen und Rumänien*, Berlin, Berlin-Verlag Spitz

Puck, B. (2002), *Corporate Governance aus dem Blickwinkel der Aufsichtsbehörde*, In: *Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht*, Hrsg. Prof. Dr. Rudolf Jahn und RA Dr. Harald R. Jahn, Linde Verlag, Wien

Roland, G. (1995), *Political Economy Issues of Ownership Transformation in Eastern Europe*, In: *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*, edited by Aoki und Kim, Washington D.C., World Bank

Schnitzer, M. (2003), *Privatisierung in Osteuropa: Strategien und Ergebnisse*, In: *Privatisierung in Osteuropa: Strategien, Entwicklungswege, Auswirkungen und Ergebnisse*, forst Arbeitspapier Nr. 13, Forschungsverbund Ost- und Südosteuropa, Berlin

Schwartz, G. und P. S. Lopes (1993), *Privatisierung: Erwartungen, Zielkonflikte und Ergebnisse*, in: *Finanzierung und Entwicklung* (30), Nr. 2, Juni, S. 14-17

Shleifer, A. und R. W. Vishny (1997), *A Survey of Corporate Governance*, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2., S. 737-783

Smith, A. (1776), *The Wealth of Nations*

Tamowicz P., (2006), *Corporate Governance in Poland*, In: Mallin, C. A. (ed.) *Handbook an international Corporate Governance: country analysis*, Cheltenham, Elgar, pp. 91-105

Yermack, D. (1997), *Good timing: CEO stock option awards and company news announcements*, *Journal of Finance* 52, 449-476

Zingales, L. (1997), *Corporate Governance*, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, University of Chicago, NBER & CEPR

Internetquellen:

Corporate Governance Code for Polish Listed companies (2002):

http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=99

Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2002) –
Slowakische Republik:

http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=104

Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2004) –
Tschechische Republik:

http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=156

Die Presse:

<http://diepresse.com/home/wirtschaft/economist/338910/index.do?from=rss>

KPMG survey 2001/02, Corporate Governance in Europe:

www.kpmg.com/aci/docs/Euro_CorpGov.pdf

McKinsey & Company, 2002, *Global Investor Opinion Survey 2002*:

www.mckinsey.com/governance.

Polish Forum for Corporate Governance (PFCG):

www.pfcg.org.pl/en/

Statistik – Slowakische Republik:

<http://portal.statistics.sk>

Statistik – Tschechische Republik:

http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/regions_towns

Wirtschaftskammer Österreich (WKO):

http://portal.wko.at/wk/startseite_br.wk?BrID=502

Lebenslauf:

SONJA LANG

GEBURTSDATUM: 27. Oktober 1984

STAATSBÜRGERSCHAFT: Österreich

SCHULISCHER WERDEGANG:

1991 – 1994: Volksschule in Gänserndorf

1995 – 1999: Real-/Gymnasium in Gänserndorf

1999 – 2004: Handelsakademie in Gänserndorf

Matura mit ausgezeichnetem Erfolg abgeschlossen

2004 – 2009: Universität Wien: Internationale Betriebswirtschaft

Schwerpunkte: Externe Unternehmensrechnung (Prof. Altenburger) und
Corporate Finance (Prof. Zechner)

Auslandssemester in Alcalá de Henares (Spanien) 02/2007 – 06/2007

SPRACHKENNTNISSE: Deutsch, Englisch, Spanisch