

INTOSAI



# INTOSAI Arbeitsgruppe Privatisierung

## *Richtlinien über das beste Vorgehen bei der Prüfung von Privatisierungen*

INTOSAI's Professional Standards Committee is in the process of organising INTOSAI's professional Standards into one comprehensive framework using the names and abbreviations *International Standards of Supreme Audit Institutions (ISSAI)* and *INTOSAI Guidelines on Good Governance (INTOSAI GOV)*. These names as well as the numbering of documents are provisional and subject to approval by the 19<sup>th</sup> INTOSAI congress in 2007.

The following number and statement is proposed for the present document: ISSAI 5210

# INTOSAI PROFESSIONAL STANDARDS COMMITTEE

---

## PSC-SECRETARIAT:

THE NATIONAL AUDIT OFFICE OF DENMARK • LANDGREVEN 4 • P.O. Box 9009 • 1022 COPENHAGEN • DENMARK  
TEL.:+45 3392 8400 • FAX:+45 3311 0415 • E-MAIL: RIGSREVISIONEN@RIGSREVISIONEN.DK

# INTOSAI



INTOSAI General Secretariat - RECHNUNGSHOF  
(Austrian Court of Audit)  
DAMPFSCHIFFSTRASSE 2  
A-1033 VIENNA  
AUSTRIA

Tel.: ++43 (1) 711 71 • Fax: ++43 (1) 718 09 69

E-MAIL: [intosai@rechnungshof.gv.at](mailto:intosai@rechnungshof.gv.at);  
WORLD WIDE WEB: <http://www.intosai.org>

---

**INHALTSVERZEICHNIS**

**Zum Geleit von Sir John Bourn**

**Einführung**

**Richtlinien**

**Teil 1: Fachkenntnisse der ORKBn**

- 1 Erfordernisse der ORKBn
- 2 Erwerb von Kenntnissen und Fähigkeiten

**Teil 2: Allgemeines**

- 3 Befassung der ORKBn mit Privatisierungen
- 4 Zugang der Bieter zu den Prüfungsunterlagen der ORKBn
- 5 Planung der Prüfungen von Privatisierungen
- 6 Umstrukturierung des Unternehmens vor dem Verkauf
- 7 Verkaufsziele
- 8 Zeitpunkt des Verkaufs
- 9 Schätzung des Unternehmenswertes vor dem Verkauf
- 10 Verkaufsmethoden
- 11 Integrität des Verkäufers bei der Abwicklung des Verkaufs
- 12 Wahrnehmung noch ausstehender Verpflichtungen

**Teil 3: Direktverkäufe**

- 13 Vom Verkäufer benötigte externe Beratungsleistungen
- 14 Das Management des Unternehmens
- 15 Vermarktung des Unternehmens
- 16 Information der Interessenten
- 17 Evaluierung der Angebote

18 Vorauswahl der Bieter

19 Bevorzugte Bieter

20 Abschlußverhandlungen

#### **Teil 4: Übernahme des Unternehmens durch das Management**

21 Gewährleistung eines lautereren Wettbewerbs

22 Anreize

23 Sicherung des bestmöglichen Preises

#### **Teil 5: Massenprivatisierungen**

24 Bewußtseinsbildung bei öffentlichen Anlegern

25 Intermediäre

26 Der Verkaufsprozeß

#### **Teil 6: Auktionen**

27 Bieterwettbewerb

28 Das Verkaufsverfahren

#### **Teil 7: Wertpapieremissionen**

29 Die Rolle des Verkäufers

30 Die Abwicklung der Wertpapieremission durch den Verkäufer

31 Plazierung mittels Übernahme- und Begebungskonsortien ("Underwriting")

32 Anreize für Management und Mitarbeiter

33 Anwerbung von potentiellen Anlegern

34 Der Markt der Privatanleger

35 Festsetzung der Aktienkurse

36 Zuteilung der Aktien

37 Kurssicherungsmaßnahmen

#### **Teil 8: Verkaufskosten**

38 Verpflichtung externer Berater

39 Veranschlagung und Überwachung der externen Beratungskosten

40 Methoden zur Berechnung der Gesamtkosten

**Glossar**

---

## **Zum Geleit**

*von Sir John Bourn  
Comptroller und Auditor General des Vereinigten Königreiches  
Vorsitzender der Arbeitsgruppe Privatisierung*

Als im Jahre 1993 der Wunsch an mich herangetragen wurde, den Vorsitz in der neu gegründeten Arbeitsgruppe der INTOSAI für die Prüfung von Privatisierungen zu übernehmen, waren sich die ORKBn zutiefst der radikalen Änderungen bewußt, denen die Rolle des Staates und sein Verhältnis zu den Bürgern in sehr vielen Ländern unterworfen ist. Diese grundlegenden Änderungen und die Neudefinition der Grenzen zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor bedeuten eine große Herausforderung für die ORKBn, ihre Arbeitsweisen an die neuen Gegebenheiten anzupassen, um somit die Verantwortlichkeit des Staates gegenüber den Bürgern und den Vertretungskörpern zu gewährleisten.

Fünf Jahre später wird das Engagement der INTOSAI-Mitglieder bei Weiterentwicklung ihrer Prüfungsmethoden und Fachkompetenz durch den Beitrag deutlich, den eine ganze Reihe von ORKBn im Rahmen der Arbeitsgruppe und in zahlreichen INTOSAI-Veranstaltungen und Seminaren zu den in diesem Dokument angeführten Richtlinien über die Prüfung von Privatisierungen geleistet haben.

Die vorliegenden Richtlinien geben schlaglichtartig unsere Erfahrungen in einer Vielfalt verschiedener Wirtschaftssysteme aller Entwicklungsstufen wieder. Sie erläutern, warum sich die staatliche Finanzkontrolle mit der Prüfung und Berichterstattung über derartige Verkäufe auseinandersetzen muß und beinhalten Hinweise für die Prüfungspraxis. Diese Richtlinien vermögen jedoch nicht Antwort auf alle Fragen geben, insbesondere weil die Privatisierung einer ständigen Weiterentwicklung unterworfen ist. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen werden für alle ORKBn und auch für die staatlichen Organe, die wir in dem Bestreben um bestmögliche Wirtschaftlichkeit für den Steuerzahler unterstützen, von nachhaltigem Nutzen sein.

*John Bourn  
Montevideo  
November 1998*

---

## **Einführung**

1. Die Privatisierung von staatseigenen Unternehmen ist seit mehr als 10 Jahren eine der markantesten wirtschaftlichen Entwicklungen. Sie wurde von den meisten Ländern der Welt in verschiedenster Form übernommen und ist Ausdruck einer radikalen Neubewertung der Rolle des Staates in der Gesellschaft, welche dazu führt, daß sich der Staat von einer direkten Beteiligung in vielen Wirtschaftsgebieten auf eine Position größerer Distanz zurückzieht, häufig begleitet von wirtschaftlichen Regulierungsmaßnahmen. Der Prozeß der Privatisierung erfaßt nunmehr Gebiete, die traditionell als die Hauptaufgaben des Staates galten, etwa die Bereitstellung verschiedenster öffentlicher Dienstleistungen: der Staat versteht sich immer mehr als Käufer oder Vermittler und nicht als Erbringer derartiger Leistungen.

2. Die Mitglieder der Internationalen Organisation der Obersten Rechnungskontrollbehörden (INTOSAI) erkannten frühzeitig, daß diese tiefgreifenden Änderungen der Rolle des Staates bedeutende Folgen für die Tätigkeit der ORKBn mit sich bringen, welche diese komplexen Vorgänge inmitten des Umbruchs verstehen und im Interesse der Öffentlichkeit unabhängig beurteilen müssen.

3. Angesichts des erheblichen Interesses an diesen Themen und an den Arbeiten, die in mehreren Ländern dazu bereits geleistet wurden, beschloß die INTOSAI im Jahre 1993, eine Arbeitsgruppe für die Prüfung der Privatisierung mit den nachfolgenden Aufgabenbereichen einzusetzen:

- die für die ORKBn bei der Prüfung von Privatisierungen entstandenen Probleme zu definieren und zu analysieren;
- unter den Mitgliedern der Arbeitsgruppe Informationen über die verschiedenen Erfahrungen bei der Lösung dieser Probleme auszutauschen und die in den INTOSAI-Ländern diesbezüglich geleistete Arbeit zu berücksichtigen;
- den INTOSAI-Mitgliedern Zugang zu einschlägigen Informationen zu ermöglichen.

4. Mit derzeit 23 Mitgliedern weist die Gruppe den höchsten Mitgliederstand aller Komitees bzw. Arbeitsgruppen der INTOSAI auf, was das breite Interesse an der Thematik dokumentiert. Mit Juni 1998 waren folgende Mitglieder vertreten:

Ägypten	Jemen
Albanien	Litauen
Argentinien	Neuseeland
Australien	Österreich
Bahamas	Peru
Belarus	Polen

Deutschland	Rußland
Ecuador	Saudi-Arabien
El Salvador	Türkei
Estland	Ungarn
Indien	Vereinigtes Königreich - Vorsitz
Israel	

5. Im Jahr 1994 lud die Arbeitsgruppe 165 INTOSAI-Mitglieder ein, sich an einer Umfrage über Privatisierungen und deren Prüfung in den jeweiligen Ländern zu beteiligen; 117 ORKBn haben geantwortet und damit die maßgeblichste und umfassendste Übersicht dieser Art bereitgestellt. Die Ergebnisse dieser Umfrage wurden von Mitgliedern der Arbeitsgruppe zusammen mit Unterlagen über eine Reihe von wichtigen Prüfungsthemen aus Anlaß eines Symposiums über die Prüfung von Privatisierungen im Oktober 1995 in Anschluß an den von der ägyptischen ORKB ausgerichteten XV. INCOSAI in Kairo vorgelegt.

6. Die Teilnehmer des Symposiums stellten fest, daß eine der Hauptaufgaben der Arbeitsgruppe in den zwei Jahren nach dem XV. INCOSAI die Erarbeitung von Richtlinien über das beste Vorgehen bei der Prüfung von Privatisierungen sein würde. Die Arbeitsgruppe hat nunmehr diese Aufgabe auf der Grundlage ihrer eigenen Erfahrungen und der vielen wertvollen Erfahrungen und Beiträge anderer INTOSAI-Mitglieder und regionaler Veranstaltungen erfüllt.

7. Die Arbeitsgruppe hat acht Gebiete definiert, die für die INTOSAI-Mitglieder im Zusammenhang mit der Übertragung von staatlichen Unternehmen und deren Vermögen durch zentrale oder kommunale Verwaltungen in private Hände von besonderem Interesse sind, und die die Erarbeitung von 40 Prüfungsrichtlinien gerechtfertigt erscheinen lassen. Diese werden nachfolgend in acht Abschnitten abgehandelt, die den acht genannten Gebieten entsprechen. Sie lauten wie folgt:

Abschnitt 1: Die erforderlichen Fachkenntnisse, die die ORKBn für die Prüfung von Privatisierungen benötigen.

Abschnitt 2: Zehn allgemeine Richtlinien, die wichtige Fragestellungen abdecken, welche sich unabhängig von der angewandten Privatisierungsmethode ergeben können, z.B. der Zeitpunkt, an dem sich eine ORKB mit einer Privatisierung befassen sollte, der Kenntnis der mit einer Privatisierung verfolgten Absichten des Verkäufers, und Fragen im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen.

Abschnitt 3 bis 7: Diese fünf Abschnitte enthalten - gegliedert nach den fünf wichtigen Privatisierungsmethoden - 25 Richtlinien mit ausgewählten Fragestellungen, mit denen sich ORKBn abhängig von der vom Verkäufer gewählten Privatisierungsmethode auseinandersetzen haben, usw.:



- Direktverkäufe
- Übergabe an das Management bzw. die Mitarbeiter
- Massenprivatisierungen
- Auktionen
- Emission von Wertpapieren

Abschnitt 8: Der letzte Abschnitt beinhaltet drei Richtlinien für die Prüfung der dem Verkäufer erwachsenen Kosten.

8. Die in den Richtlinien behandelten Themenstellungen sind allesamt nicht einfach zu lösen; sie bedingen, daß die ORKB bei der Beurteilung des Erfolges, den der Verkäufer angesichts von Ungewißheiten und zumeist widersprüchlichen Zielsetzungen beim Verkauf erzielt hat, sowohl gut informiert als auch objektiv ist. Jede Richtlinie wurde daher so aufgebaut, daß sie sowohl den Argumentationsgang als auch die zugrundeliegenden Erfahrungen zum Ausdruck bringt. Zu diesem Zweck wurde jede Richtlinie in vier Teile untergliedert:

- die (von der ORKB zu behandelnde) Fragestellung;
- die Bedeutung der Fragestellung (d.h. die Risiken für den Verkäufer - und für die ORKB - wenn die Frage nicht behandelt wird);
- die Richtlinie selbst;
- die Gründe für die Richtlinie (ein Kommentar zu den Hintergründen, der soweit erforderlich die früher behandelten Punkte erläutert).

9. Ungeachtet der komplexen Themenstellung war die Arbeitsgruppe der Ansicht, diese in drei Hauptfragen zusammenfassen zu können. Bei einer Entscheidung, ob eine bestimmte Privatisierung geprüft und ein Bericht darüber erstattet werden soll, sollte sich die ORKB die folgenden drei Fragen stellen:

- Wurde die Privatisierung in Übereinstimmung mit den Gesetzen durchgeführt?
- Wurde das Unternehmen und dessen Vermögenswerten vom Verkäufer richtig bewertet?
- Lag mehr als ein Angebot vor?

10. Lautet die Antwort auf eine dieser Fragen "nein", so ist es möglich, daß die ORKB über den Verkauf berichten muß. Ist die Antwort auf zwei dieser Fragen negativ ist, ist es sehr wahrscheinlich, daß die ORKB über den Verkauf berichten muß. Lautet die Antwort auf alle drei Fragen "nein", wird die ORKB mit ziemlicher Sicherheit darüber berichten müssen.

11. Die Arbeitsgruppe ersuchte alle INTOSAI-Mitglieder um Stellungnahme zu dem Richtlinienentwurf. 40 Antworten sind eingegangen. Das Echo war durchgehend positiv. Einige Anregungen zu bestimmten Punkten wurden unterbreitet, für deren Erhalt die Arbeitsgruppe sehr dankbar ist. Die eingelangten Vorschläge wurden in der endgültigen Fassung der Richtlinien berücksichtigt.

12. Während die Arbeitsgruppe der INTOSAI diese Richtlinien nahelegt, ist sie sich bewußt, daß die ORKBn in einem sich schnell verändernden Umfeld tätig sind, sowohl innerstaatlich (angefangen von den ehemaligen Planwirtschaften bis hin zu gemischtwirtschaftlichen Systemen), als auch überregional. Daraus folgt, daß zumindest

ein Teil der Einzelvorschläge im Lichte weiterer Erfahrungen weiterentwickelt und ausgefeilt werden muß. Darin kommt das Wesen dieser Richtlinien zum Ausdruck. Es handelt sich dabei nicht um unumstößliche Gesetze oder Verfahrensweisen, die jede ORKB bei der Prüfung jedes Verkaufs ausnahmslos anwenden sollte. Diese Richtlinien sind vielmehr als eine Checkliste zu verstehen, als ein Hilfsmittel bei der Förderung und Formulierung eines professionellen Ansatzes in einem vielschichtigen Bereich der Prüfungstätigkeit. Dieser Richtlinien bilden nach unserem Dafürhalten eine wertvolle Grundlage für die Schulung unseres Prüfungspersonals.

13. Diese Richtlinien konzentrieren sich im besonderen auf Privatisierungen mittels Verkauf. Dieses ist zwar eine wichtige Methode, stellt jedoch nur einen Aspekt der Privatisierung dar, welche weiterhin vielgestaltig in Erscheinung tritt, etwa in der Form von Vergaben durch Verträge, Outsourcing, und als Angebotswettbewerb zwischen öffentlichen und privaten Anbietern. Darüber hinaus werden wichtige öffentliche Leistungen zunehmend von öffentlicher und privater Hand gemeinsam finanziert, oft auf der Grundlage langfristiger vertraglicher Beziehungen. Viele der in diesen Richtlinien angesprochenen Prüfungsfragen beziehen sich auf diese letztgenannten Formen. Gleichzeitig ergeben sich neue Fragen. Durch ihre Mitarbeit an dem Richtlinienentwurf haben die ORKBn ihr Interesse bekundet, Prüfungserfahrungen auch in diesem sich weiterentwickelndem Gebiet der Privatisierung festzuschreiben und weiterzugeben, ebenso wie bei der damit eng verbundenen Frage der Rolle des Staates in der wirtschaftlichen Regulierung. Die Arbeitsgruppe wird sich dieses wichtigen Themas weiter annehmen.

---

## **Teil 1: Fachkenntnisse der ORKBn**

### *Richtlinie 1*

#### *Erfordernisse der ORKBn*

### **Frage**

Welche Fachkenntnisse benötigt die ORKB um Privatisierungen zu prüfen?

### **Die Bedeutung der Frage**

Weltweit werden staatseigene Unternehmen an den privaten Sektor verkauft, um die Entwicklung der Marktwirtschaft und die Leistungsfähigkeit von Unternehmen zu fördern. In vielen Ländern werden diese Verkäufe in einer Zeit tiefgreifender und schneller Veränderungen der einzelnen Volkswirtschaften abgewickelt. Dabei gelangen verschiedene Verkaufsmethoden oft in Kombination miteinander zur Anwendung. Diese Vorgänge sind zumeist komplex und werfen schwierige juristische, finanzielle und verrechnungstechnische Problemstellungen auf. Sowohl die Parlamente als auch die Öffentlichkeit erwarten von den ORKBn eine Art Bestätigung über die sach- und ordnungsgemäße Abwicklung der Verkäufe, insbesondere darüber, ob für das Unternehmen und seine Vermögenswerte ein angemessener Gegenwert erzielt wurde. Sie möchten daraus Erfahrungswerte für zukünftige Verkäufe gewinnen. ORKBn, denen es an den erforderlichen Spezialkenntnissen fehlt können weder die von ihnen verlangte Bestätigung abgeben, noch die Ursachen für allfällige Fehlentwicklungen aufzeigen.

### **Richtlinie**

**Die ORKBn haben ihren Prüfungsauftrag im Zusammenhang mit der Prüfung von Privatisierungen festzulegen und die Art der Durchführung zu bestimmen. Die für die Prüfung von Privatisierungen erforderlichen Fachkenntnisse gehen zumeist über das Standardrepertoire an verfügbaren Prüfungskompetenzen hinaus. Die ORKBn haben diese Spezialkenntnisse klar zu bestimmen.**

### **Begründung der Richtlinie**

In nahezu allen Ländern obliegt der ORKB die Prüfung der für Privatisierungen zuständigen staatlichen Behörden. In den meisten dieser Länder hat die ORKB entweder uneingeschränkt oder begrenzt Zugang zu den Rechnungsaufschreibungen des Unternehmens vor dem Verkauf. Sehr häufig ist die ORKB für die Prüfung der Rechnungsunterlagen des Unternehmens zuständig, solange es sich im Besitz des Staates befindet. Ist diese Zuständigkeit durch die ORKB nicht gegeben, hat die ORKB darauf bedacht zu nehmen, daß bei einer Buchprüfung vor dem Verkauf das Risiko des Prüfers größer ist als dort, wo kein Besitzwechsel stattfindet, da im Falle eines Verkaufs beide Partner auf die Finanzinformationen des Unternehmens, welches von einer ORKB geprüft wurde, zurückgreifen werden. Ein höherer Prüfungsaufwand ist zu erwarten, wenn das Unternehmen vor dem Verkauf weitgehend umstrukturiert wurde, und wenn die Buchführungsmethoden in Vorbereitung der Übertragung in private Hände umgestellt wurden. Aus diesem Grund hat die ORKB über entsprechende Kenntnisse in den kommerziellen Buchführungsmethoden als auch den nötigen Einblick in den betreffenden Industriezweig und den Markt, auf welchem das Unternehmen tätig ist, zu verfügen.

Dort wo die ORKB auch Wirtschaftlichkeitsprüfungen des Verkaufsprozesses selbst durchführt, können die erforderlichen Fachkenntnisse in zwei Gruppen eingeteilt werden: erstens allgemeine Fachkenntnisse für die effektive Abwicklung einer Wirtschaftlichkeitsprüfung mit komplexen oder risikobehafteten Anforderungen. Diese erfordern ein Verständnis des politischen Umfeldes und des Verwaltungsapparates. In den Reformstaaten kommt als Besonderheit hinzu, daß sich die Gesetze über öffentliches und privates Eigentum im Verlauf von Privatisierungen laufend ändern und weiterentwickeln. Hinzu kommen anhaltende Unsicherheiten z.B. über die Eigentumsrechte an einem Unternehmen und die dem Staate verbleibenden Verpflichtungen im Verlauf des gesamten Verkaufsprozesses. Deshalb muß die ORKB auf gute Rechts- und Wirtschaftsberater zurückgreifen können. Die Prüfung von Privatisierungen erfordert am komplexen Ende des geforderten Wissensspektrums den Einsatz von Urteilsvermögen. Diese Art der Tätigkeit macht den Einsatz der bestqualifizierten Wirtschaftlichkeitsprüfer einer ORKB notwendig, die Erfahrung in der Durchführung von schwierigen Bewertungen anhand von lückenhaftem oder mehrdeutigem Datenmaterial und analytisches und verhandlerisches Geschick aufweisen.

Zweitens benötigt die ORKB besondere Kenntnisse über das zur Privatisierung anstehende Unternehmen und den Markt. Dies umfaßt neben vertragsrechtlichem und juristischem Wissen auch den Bereich des Investmentbanking, vor allem im Zusammenhang mit Bewertungsfragen, dem Verkaufsprozeß und den von den Geldgebern benötigten Informationen, ebenso wie finanztechnische, analytische und ökonomische Kenntnisse einschließlich der Abzinsungsfaktoren und ein Verständnis der grundlegenden Erfordernisse, denen Angebote im Zusammenhang mit dem Verkauf von Unternehmen genügen müssen.

---

## Richtlinie 2

### Erwerb von Kenntnissen und Fähigkeiten

#### Frage

Wie können die ORKBn die für die Prüfung von Privatisierungen erforderlichen Kenntnisse und Fähigkeiten kosteneffizient erwerben?

#### Bedeutung der Frage

Privatisierungen unterscheiden sich nach dem Grad ihrer Komplexität, ihres Umfangs und Volumens. Eine ORKB muß in der Lage sein, eine maßgebliche Beurteilung abzugeben. Allerdings wäre es für die ORKB mit einem hohen Kostenaufwand verbunden, würde sie alle erforderlichen Fachkräfte selbst anstellen und langfristig an sich binden, um mit deren Hilfe alle Aspekte aller Verkäufe prüfen zu können.

#### Richtlinie

**Die ORKB sollte in Ansehung der Art und der terminlichen Abwicklung staatlicher Privatisierungsprogramme die wichtigsten internen Fachkenntnisse, welche sie für die Durchführung von maßgeblichen Privatisierungsstudien benötigt, klar definieren und sicherstellen. Diese vorhandenen Fachkenntnisse sind nach Bedarf durch externen Sachverstand zu ergänzen.**

#### Begründung für die Richtlinie

Es ist unwahrscheinlich, daß die ORKB bei umfangreichen oder komplexen Privatisierungen über alle erforderlichen Fähigkeiten und Sachkenntnisse verfügt, um ihre Verpflichtungen in angemessener Weise zu erfüllen. In diesem Fall sind Spezialisten mit besonderen Fachkenntnissen beizuziehen, um nicht die Prüfungstiefe und die Unanfechtbarkeit der Prüfungsfeststellungen zu gefährden. Der Mangel an entsprechendem Fachwissen könnte sich nachteilig auf die Glaubwürdigkeit der ORKB in der Öffentlichkeit auswirken. Erfahrungsgemäß ist es im Sinne einer raschen und gründlichen Prüfung günstiger, das benötigte Fachwissen im Einzelfall extern zu beziehen, anstelle die gesamte Prüfungsarbeit mit internen Ressourcen abzuwickeln, vorausgesetzt die ORKB hat die Bereiche, in denen ein Bedarf an externen Fachleuten besteht, klar definiert, und die Berater mit den erforderlichen Fachkenntnissen sorgfältig ausgewählt, um jegliches Naheverhältnis mit dem privatisierten Unternehmen oder den Bietern auszuschließen. Die Inanspruchnahme externer Berater bedarf einer vorsorglichen Abwicklung. Diese haben sowohl bei den geprüften Unternehmen als auch bei der ORKB in gutem Ansehen zu stehen.

Es kann für die ORKB ebenfalls sinnvoll sein, diese Fachleute langfristig zu verpflichten, insbesondere, wenn der Staat ein umfangreiches Privatisierungsprogramm in Angriff nimmt und die ORKB die Basiskompetenz ihrer eigenen Prüfer als Antwort darauf erweitern muß. In diesen Fällen können neu eintretende Mitarbeiter diese neuen Fachkenntnisse an vorhandenes Personal mit den entsprechenden Voraussetzungen weitergeben und zu hochqualifizierten Prüfern in diesen anspruchsvollen neuen Gebieten ausbilden. Als Teil dieses Lernprozesses wurde ein Erfahrungs- und

Informationsaustausch über abgeschlossene Prüfungen sowie die austauschweise Abstellung von Mitarbeitern von den ORKBn als äußerst nützlich empfunden. Auch die Entsendung eigener Mitarbeiter zu spezialisierten externen Firmen zur Aneignung des notwendigen Fachwissens, sowie die Teilnahme an Seminaren, Symposien und Konferenzen zum Thema Privatisierung kann für die ORKB von großem Wert sein.

ORKBn, welche die Fachkompetenz ihrer eigenen Mitarbeiter auf diese Weise erweitert haben, sind gut gerüstet, ihre Prüfungsrolle auch überall sonst zu festigen, wo sich die Teilnahme des Staates am Wirtschaftsleben ändert. Als Beispiele dafür wären die Regulierung privatisierter Unternehmen, die Vergabe staatlicher Aufgaben an den privaten Sektor und andere Formen der Zusammenarbeit zwischen öffentlichem und privatem Sektor zu nennen. Auf diese Weise kann die ORKB Teams, die sich auf derartige Prüfungen spezialisieren, aufbauen und an sich binden. Jedenfalls ist die Ergänzung interner Kompetenz durch externe Berater in spezialisierten Bereichen, die ein hohes Maß an aktuellem Know-how voraussetzen, vermutlich immer kostengünstig.

---

## **Teil 2: Allgemeines**

### *Richtlinie 3*

#### *Befassung der ORKBn mit Privatisierungen*

### **Frage**

Zu welchem Zeitpunkt sollte die ORKB mit einer Privatisierung befaßt werden?

### **Bedeutung der Frage**

In vielen Ländern ist die ORKB für die Prüfung staatseigener Unternehmen zuständig. Die ORKB kann ferner auch angehalten sein, dem Verkäufer vor dem Verkaufsabschluß bestimmte Genehmigungen zu erteilen, ihn über die finanzielle Lage des Unternehmens zu informieren, und Bescheinigungen oder Erklärungen über die Kreditwürdigkeit des Unternehmens abzugeben, auf welche in den Verkaufsurkunden verwiesen werden kann. Unabhängig davon, ob die ORKB bereits vor dem Verkauf für die Prüfung des Unternehmens zuständig ist oder nicht, gibt es in jedem Fall gute Gründe für eine Prüfung des Verkaufes durch die ORKB. Eine solche Prüfung fällt wahrscheinlich in die Prüfungszuständigkeit der ORKB, da es sich bei dem zum Verkauf anstehenden Objekt um öffentliches Vermögen handelt und die Öffentlichkeit einer unabhängigen Versicherung bedarf, daß der Vorgang ordnungsgemäß abgewickelt wurde und die Interessen der Steuerzahler gewahrt wurden. Ebenso wird sowohl für den Verkäufer als auch den Käufer deutlich, daß es zu einer Bewertung des Verkaufsergebnisses durch die ORKB kommen kann und daß sie für ihre jeweilige Rolle verantwortlich sind. Diese Aspekte haben allesamt Einfluß auf den Zeitpunkt, ab dem die ORKB befaßt werden sollte.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte sobald wie verfassungsmäßig möglich und mit der Wahrung ihrer Unabhängigkeit vereinbar mit einer Privatisierung befaßt werden.**

### **Begründung**

Die ORKB ist ehestmöglich befassen, um die zentralen Aspekte der Transaktion verstehen zu können, die für die ORKB teilweise mit Risiken verbunden sind. Dies gilt vor allem, wenn sich die Verkaufspartner auf die Informationen betreffend die finanzielle Lage des von der ORKB geprüften Unternehmens stützen. Selbstverständlich ist es für die ORKB auch wichtig, vor dem Verkauf mit dem Verkäufer eine enge Verbindung herzustellen, wenn sie in die Beschlußfassung über den Kauf eingebunden werden soll.

Die ORKB ist der Prüfer des Staates. Privatisierungen können jedoch auch von regionalen oder lokalen Verwaltungen durchgeführt werden. Diese Privatisierungen können ebenfalls in die Prüfungszuständigkeit der ORKB fallen. Ist dies nicht der Fall, könnte die ORKB eine Ausweitung ihres Mandates beantragen, wenn diese Verkäufe andernfalls keiner unabhängigen Prüfung unterliegen. Die ORKB hat jedenfalls eindeutig über die Zuständigkeiten für alle bei der Durchführung des Verkaufs unternommenen Maßnahmen im Bilde zu sein.

Dort wo die ORKB nicht für die Finanzkontrolle des Unternehmens zuständig ist, jedoch eine Wirtschaftlichkeitsprüfung des Verkaufsprozesses plant, sollte sie eine enge Zusammenarbeit mit dem Verkäufer suchen, um nach Abschluß des Verkaufs so früh wie möglich mit der Prüfung beginnen zu können. Die Erfahrung lehrt, daß die an einem Verkauf beteiligten Parteien, vor allem die wichtigsten Verhandlungspartner, oft nach Abschluß des Verkaufs nicht mehr greifbar sind.

Wenn die ORKB für die Prüfung von Verkäufen vor ihrem Abschluß zuständig ist, kann sie bei der Abwicklung des Verkaufes als Korrektiv wirken. Bei einer Prüfung vor dem Verkauf ist es notwendig, die wesentlichen zu behandelnden Bereiche festzulegen. Dazu gehört die eindeutige Abgrenzung der Verantwortlichkeiten zwischen dem Verkäufer und dem Management des zum Verkauf anstehenden Unternehmens, eine Bewertung der Risiken und Chancen des Unternehmens und deren Auswirkungen auf den Unternehmenswert, die den Bietern angebotenen Informationen und die Bedingungen des Verkaufsvertrages. Unabhängig davon, ob die ORKB vor dem Verkauf formell eingebunden ist oder nicht, muß sichergestellt werden, daß ihre vorherige Befassung in keiner Weise ihre Aufgabe beeinträchtigt, den Verkaufsvorgang unabhängig zu beurteilen. Die Unabhängigkeit der ORKB könnte in Frage gestellt sein, wenn sie es z.B. verabsäumt darauf hinzuweisen, daß eine allfällige Zustimmung zu Verkaufsvereinbarungen die nachfolgende Beurteilung des Verkaufsergebnisses durch die ORKB nicht präjudiziert.

---

#### *Richtlinie 4*

#### *Zugang der Bieter zu den Prüfungsunterlagen der ORKBn*

### **Thema**

Wie soll die ORKB auf Anfragen von Interessenten betreffend den Zugang zu den Prüfungsunterlagen der ORKB reagieren, wenn sie bereits vor dem Verkauf des Unternehmens prüfungszuständig ist?

### **Bedeutung**

Dort wo die ORKB für die Prüfung von staatlichen Unternehmen, die veräußert werden sollen, zuständig ist, setzt der Zugang zu Arbeitsunterlagen über eine Prüfung die ORKB

dem Risiko von Zivilklagen und einem möglichen Ansehensverlust aus, sollte der Käufer auf der Grundlage von festgestellten Mängeln in laufenden oder früheren Prüfungen nachfolgend rechtliche Schritte gegen die ORKB unternehmen.

## Richtlinie

**Dort wo die ORKB vor dem Verkauf des Unternehmens prüfungszuständig ist, sollte sie die Erarbeitung aussagefähiger Richtlinien betreffend das Recht der Anbieter auf Zugang zu den Prüfungsunterlagen der ORKB erwägen.**

## Begründung

In Ausübung ihrer verkehrsüblichen Sorgfaltspflichten ("*due diligence*") suchen Interessenten häufig - entweder direkt über den Prüfer oder über den Verkäufer - Zugang zu den Arbeitsunterlagen über eine Prüfung, mit dem Ziel

- die Qualität der durchgeführten Prüfung zu bestätigen;
- eine unabhängige Aussage über die Qualität der in dem staatlichen Unternehmen eingerichteten Finanzbuchhaltungssysteme zu erlangen; und
- die den zuletzt geprüften Jahresabschlüssen zugrundeliegenden Annahmen und Werte zu bestätigen.

Viele dieser Fragen sind oft besser an die Unternehmensleitung zu richten, andere können nur vom Prüfer selbst beantwortet werden.

In manchen Ländern sind die ORKBn nicht berechtigt, den Zugang zu den Unterlagen zu verwehren, in anderen wiederum besitzen sie dieses Recht. Bieter, welchen dieser Zugang verwehrt wird, haben naturgemäß andere Informationsquellen zu erschließen, etwa die Verkaufsdokumentation und die von ihnen selbst vorgenommenen Untersuchungen. Die ORKB hat bei der Festlegung ihrer Politik betreffend den Zugang zu Arbeitsunterlagen im Rahmen der Gesetze und der herrschenden berufsständischen Praxis in dem jeweiligen Land die Interessen des Verkäufers an einem zufriedenstellenden Verkaufsergebnis im Auge zu behalten und kann deshalb beschließen, derartigen Ersuchen Folge zu leisten. Dementsprechend sind rechtmäßige bzw. berechnete Fragen von Bietern vollständig und offen zu beantworten, jedoch so, daß prozessuale oder ansehensschädigende Risiken für die ORKB äußerst gering gehalten bzw. nach Möglichkeit gänzlich vermieden werden.

Die Erarbeitung eines Leitfadens für den Umgang mit Interessenten in Ausübung ihrer verkehrsüblichen Sorgfaltspflichten wäre für die ORKB sinnvoll. Ein Leitfaden dieser Art könnte folgende Punkte berücksichtigen:

- die mit der Prüfung betrauten Mitarbeiter haben die ORKB unverzüglich in Kenntnis zu setzen, wenn ein potentieller Käufer in Ausübung seiner Sorgfaltspflichten an sie herantritt;
- vor Aufnahme von Gesprächen mit dem potentiellen Käufer ist die Zustimmung des betreffenden Unternehmens einzuholen;
- den Gesprächen mit Interessenten in Ausübung ihrer Sorgfaltspflichten sollten stets Vertreter der ORKB und des Unternehmens beiwohnen;

- vor einer Zusammenkunft mit dem potentiellen Käufer ist von diesem im Wege des Unternehmens ein Fragenkatalog vorzulegen;
- bei einer Zusammenkunft mit dem potentiellen Käufer sind nach Maßgabe der Beurteilung der Lage durch den Prüfer alle Fragen betreffend die Verantwortung der Unternehmensleitung an den Vertreter des zum Verkauf anstehenden Unternehmens zu richten.

---

## Richtlinie 5

### Planung der Prüfungen von Privatisierungen

#### Thema

Welche Elemente soll eine ORKB bei der Planung der Prüfung von Privatisierungen in Betracht ziehen?

#### Bedeutung

Die Prüfungsplanung ist ein wesentlicher Bestandteil im Prüfungsprozeß. Gerade bei Privatisierungsprüfungen ist eine ordnungsgemäße und gründliche Planung unabdingbar. Dazu gehört die Überprüfung der mit dem Verkauf verfolgten Zielsetzungen einschließlich der unausgesprochenen Ziele, die Feststellung der entscheidenden Verkaufspartner, der mit dem Verkauf verbundenen Risiken und Chancen, und die Einhaltung der Berichtspflichten gegenüber dem Parlament. Die ORKB sollte versuchen, für zukünftige Verkäufe relevante Erfahrungen zu gewinnen. Dort wo die ORKB bereits vor dem Verkauf befaßt war, sollte sie den Verkäufer vor den möglichen Risikoquellen für eine korrekte Abwicklung der Transaktion warnen, um diesem die Möglichkeit zu geben, korrigierend einzuschreiten. In Ländern, in denen Privatisierungen nicht von einer zentralen Behörde durchgeführt werden, zerstreut sich die Verkäufergruppe oft schnell nach Abschluß einer Privatisierung. Daher sollte die ORKB einen raschen Beginn der Prüfung direkt nach dem Verkauf einplanen, um einen angemessenen Zugang zu dem in Händen der Verkäufer und der Berater befindlichen Beweismaterial sicherzustellen, ebenso wie zu außenstehenden Auskunftspersonen mit einem direkten Interesse an der Prüfung.

#### Richtlinie

**Die ORKB sollte bei der Planung der Prüfung von Privatisierungen die Untersuchung aller Hauptaspekte des Verkaufs, die sich auf die korrekte und wirtschaftliche Abwicklung beziehen, miteinplanen, die wichtigen Verkaufsparteien feststellen, deren Aussagen einholen und darauf bedacht nehmen, aus dem Verkauf Lehren zu ziehen. Dies schließt die angewandten Methoden, das Ergebnis des Verkaufes sowie den Grad der Zielerreichung mit ein.**

#### Begründung

Mangels angemessener Planung läuft die ORKB Gefahr, eine Prüfung durchzuführen, die ihr Ziel verfehlt und deren Beweisführung in Umfang und Tiefe für die Erstellung eines glaubhaften Berichtes unzulänglich ist. Um eine Prüfung eines Privatisierungsprozesses durchführen zu können, hat sich die ORKB über die Tätigkeit und über die Finanz- und Vermögenslage des Unternehmens ein Bild zu verschaffen und festzustellen, welche



weiteren Informationen unter welchem Aufwand zu beschaffen sind. Die ORKB sollte so bald wie möglich den Kontakt zum Verkäufer herstellen, da sich die Verkäufergruppe vielfach anderen Aufgaben zuwendet, vor allem, wenn der Verkauf für den Verkäufer ein einmaliges Ereignis darstellt, und nicht Teil einer Verkaufsserie ist, die z.B. von einer zentralen Privatisierungsbehörde durchgeführt wird. Ohne diesen Zugang wird es der ORKB verwehrt bleiben, Fragen wie den Privatisierungszweck, die wesentlichen Erfolgskriterien und die Ansichten des Verkäufers über Lehren für die Zukunft eingehend zu beleuchten. All diese Informationen dienen der Formulierung des Prüfungsansatzes, der Prüfungsmethodik, des Einsatzes von Ressourcen und der Fristsetzung für die Berichterstattung.

Ungeachtet dessen, ob die ORKB formell das Recht auf Zugang zu im Verkaufsprozeß beteiligten Dritten besitzt, ist es für die ORKB wichtig, die Meinungen dieser Personen einzuholen. Abgesehen von dem Verkäufer betreffen Privatisierungen eine Reihe von Drittpersonen, etwa die leitenden Manager des zu privatisierenden Unternehmens, Bieter, institutionelle Anleger, Berater, Betriebsräte, Fachleute aus der Industrie und der Wissenschaft, sowie Konsumentengruppen. Die ORKB hat diese Parteien rasch zu bestimmen, mit wirksamen Mitteln deren jeweilige Rolle im Verkauf festzustellen und deren Aussagen über den Verkauf einzuholen. Zu den Standardverfahren zur Einholung solcher Aussagen gehören Interviews, strukturierte Fragebögen und Meinungsbefragungen. Bei größeren Aktienverkäufen kann es sich für die ORKB als notwendig erweisen, Beweismaterial in größerem Rahmen zu sammeln.

Entsteht zwischen dem eigentlichen Verkauf und der Berichtslegung durch die ORKB ein zeitliches Gefälle, wird die ORKB auf Geschehnisse nach dem Verkauf zu achten haben, die Aufschluß darüber geben können, inwieweit die vom Verkäufer angestrebten Ziele erreicht worden sind; ob sich der Käufer z.B. an Vereinbarungen gehalten hat, demzufolge die Zahlung des Kaufpreises gänzlich oder teilweise auf einen späteren Zeitpunkt verschoben wurde, wie sich die Aktienkurse nach der Emission von Wertpapieren entwickelt haben, und ob der Käufer seinen beschäftigungs- und investitionspolitischen Auflagen im Unternehmen nachgekommen ist.

---

*Richtlinie 6*  
*Umstrukturierung des Unternehmens vor dem Verkauf*

**Thema**

Was sollte eine ORKB im Zusammenhang mit einer Umstrukturierung des Unternehmens vor dem Verkauf prüfen?

**Bedeutung**

Die Umstrukturierung von staatseigenen Unternehmen vor einer Privatisierung kann von der rechtlichen Neugestaltung des Unternehmens für die Zwecke der Veräußerung bis zu einer grundlegenden Reorganisation des Unternehmens und seiner Finanzen gehen, um mit den langfristigen Zielen einer Privatisierung besser in Einklang zu stehen. Ungeachtet dessen, ob die ORKB neben der Prüfung des späteren Verkaufes auch den Umstrukturierungsprozeß untersucht, hat sie die Methoden und Gründe der Umstrukturierung zu verstehen, um den Verkauf richtig beurteilen zu können.

## Richtlinie

**Die ORKB sollte sicherstellen, die Ziele des Verkäufers bei einer Umstrukturierung vor dem Verkauf, ebenso wie die Maßnahmen, die er zu diesem Zweck unternommen hat, zu verstehen.**

## Begründung

Die Meinungen der Verkäufer ob - und wenn ja - wie und in welchem Umfang staatseigene Unternehmen vor dem Verkauf umstrukturiert werden sollen, gehen auseinander. Die verschiedenen Ansätze sind Ausdruck der unterschiedlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten von Land zu Land, und der unterschiedlichen Zielsetzungen von Privatisierungen, die selbst innerhalb eines Landes im Laufe der Zeit Änderungen unterworfen sein können. In Ländern, die eine raschestmögliche Umstellung ihrer Volkswirtschaften von einer Planwirtschaft auf ein System der Marktwirtschaft anstreben, wurde der hohen Dringlichkeit der Privatisierung einer sehr großen Anzahl von Unternehmen Vorrang eingeräumt und gleichzeitig versucht, die rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für das Funktionieren einer Marktwirtschaft zu schaffen. Mit geänderten rechtlichen Rahmenbedingungen ändert sich auch die Art und Weise, wie ORKBn Privatisierungen prüfen; die ORKB hat beispielsweise verstärkt auf unklare Eigentumsrechte in Hinblick auf die Vermögenswerte achten, die der Staat zu verkaufen versucht oder bereits verkauft hat.

Umstrukturierungen vor dem Verkauf sind oft nur ansatzweise erfolgt. Dabei blieb es den neuen Eigentümern überlassen, grundlegende Reorganisationen nach dem Verkauf vorzunehmen, was oft zu drastischen Personalkürzungen führte. Auch in einigen fortschrittlichen Volkswirtschaften wurde der Personalabbau den neuen Eigentümern in dem Glauben überlassen, diese Frage würde sich am besten durch die Kräfte des Marktes lösen. In diesem Fall kann die Privatisierung zu sozialen Kosten führen (vor allem zu Arbeitslosigkeit), welche später meist vom Staat zu begleichen sind. Um diese sozialen Kosten zu vermeiden haben einige Länder die Aufrechterhaltung eines bestimmten Beschäftigungs- und Investitionsniveaus zum erklärten Ziel von Privatisierungen gemacht. In anderen Ländern hingegen standen den Regierungen nicht ausreichend Mittel zur Verfügung, um für größere Umstrukturierungen vor dem Verkauf aufkommen zu können, welche in jedem Fall zu unannehmbaren Verzögerungen beim Verkauf geführt hätten. Eine Prüfung der vom Verkäufer verfolgten Umstrukturierungspolitik vor dem Verkauf kann die maßgeblichen Gründe für eine Privatisierung erhellen und aufzeigen, wie sich der Verkauf in das allgemeine Privatisierungskonzept der Regierung einfügt.

Die ORKB hat die Hintergründe eines Verkaufs gänzlich zu verstehen und dabei Gründe für die Durchführung bzw. Nichtdurchführung einer größeren Umstrukturierung in Vorbereitung eines bereits beschlossenen Verkaufs zu verstehen, und auch ob sich der Staat zu jenem Zeitpunkt die Möglichkeit einer Privatisierung offen ließ. Diese sorgfältige Prüfung der ORKB wird ferner dazu beitragen, die für eine Privatisierungsentscheidung maßgeblichen Faktoren festzustellen, die möglicherweise als erklärte Verkaufsziele festgehalten wurden, z.B. die erwarteten Auswirkungen einer Schuldenstreichung auf die gesamte finanzielle Lage des Staates.

Bei einer Entscheidung zugunsten einer Umstrukturierung tauchen zumeist viele wichtige Detailfragen auf, z.B. inwieweit werden Schulden gänzlich abgeschrieben, in Eigenkapital

umgewandelt oder umgeschuldet, wenn ein Unternehmen gegenüber der Regierung oder anderen staatlichen Unternehmen hochverschuldet war? Was sind die Auswirkungen auf den Erlös, den der Verkäufer für das Unternehmen erzielen konnte? In bestimmten Fällen kann der Verkäufer zu dem Schluß gelangen, daß das Unternehmen unverkäuflich bleibt, solange es nicht gänzlich oder teilweise entschuldet wurde. Auch die für das Unternehmen gewählte Struktur kann seine Veräußerungsfähigkeit beeinflussen. Bei sonst gleichen Bedingungen wird z.B. ein Monopol einen höheren Erlös erzielen als ein Unternehmen, das auf einem Konkurrenzmarkt abgestoßen wird. Verkäufer, die eine Wettbewerbsstärkung anstreben, können beschließen, ein großes Unternehmen in kleinere Einheiten aufzuteilen, um damit ein breiteres Spektrum an Interessenten zu gewinnen. Dies kann den Wettbewerbsdruck während des Ausschreibungsverfahrens steigern und den Wettbewerb auf dem Markt nach dem Verkauf erhöhen.

Entschließt sich die ORKB zu einer Prüfung und Berichterstattung über eine Umstrukturierung, sollte sie berücksichtigen, daß es, abgesehen von den Auswirkung auf den Verkauf selbst, eine gewisse Zeit dauern wird, ehe eine Aussage darüber getroffen werden kann, wie stark das privatisierte Unternehmen zu den allgemeinen Privatisierungszielen der Regierung beiträgt (zum Beispiel, der Entwicklung einer Marktwirtschaft). Selbst dann ist es nicht immer einfach, die Auswirkung von Beschlüssen zur Umstrukturierung abzuschätzen.

---

### *Richtlinie 7* *Verkaufsziele*

#### **Thema**

Was sollte die ORKB in Hinblick auf die Verkaufsziele des Verkäufers feststellen?

#### **Bedeutung**

Der entscheidende Ausgangspunkt für die Prüfung der Wirtschaftlichkeit einer Privatisierung ist die Ermittlung der Verkaufsziele des Verkäufers. Die ORKB hat die unmittelbaren Ziele des Verkaufs, allfällige Verbindlichkeiten des Unternehmens und deren Bezug zu den langfristigen Zielen, z.B. der Entwicklung einer Marktwirtschaft, sowie soziale und umweltpolitische Überlegungen festzustellen. Privatisierung ist keine statischer Vorgang, und die Ziele eines jeden einzelnen Verkaufs sind Ausdruck der wirtschaftlichen Entwicklung, die sich im Laufe der Zeit radikal verändern kann. Die unmittelbaren und die langfristigen Ziele stehen zumindest bis zu einem gewissen Grade immer miteinander in Konkurrenz. Nicht alle Ziele werden immer offen dargelegt. Erst, wenn die ORKB diese Ziele in ihrer Vielschichtigkeit und Beziehung zueinander und deren Auswirkungen auf den Verkaufsvorgang erkannt hat, kann sie die für die Prüfung des Verkaufes wesentlichen Fragen definieren.

#### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte zu Beginn einer Prüfung sicherstellen, alle Ziele des Verkäufers bei einer Privatisierung und deren Zusammenhang mit den weiterreichenden volkswirtschaftlichen Zielsetzungen zu verstehen.**

## Begründung

Ohne ein klares Verständnis der Ziele des Verkäufers in ihrer gesamten Komplexität, wie auch der weiterreichenden politischen Ziele, läuft die ORKB Gefahr, eine Wirtschaftlichkeitsprüfung durchzuführen ohne daß es ihr gelingt, die Absichten des Verkäufers nachzuvollziehen oder zu untersuchen.

Bei vielen Privatisierungen wird der Verkäufer anhand bestimmter Verkaufsziele, die oft von der Regierung festgelegt werden, zur Verantwortung gezogen. Verkaufsziele sind national unterschiedlich, je nach den besonderen wirtschaftlichen Erfordernissen des betreffenden Landes zum Zeitpunkt des Verkaufs, und je nachdem, ob der Verkauf teilweise eine Reaktion auf diese Anforderungen darstellt. So kann es ein Ziel sein, Unternehmen rasch zu veräußern, um möglicherweise einem skeptischen Markt die Machbarkeit einer Privatisierung zu beweisen und damit den Grundstein für zukünftige Privatisierungen zu legen, Investitionen zu sichern und eine größere Besitzstreuung zu fördern. Die ORKB hat zu berücksichtigen, wie sich die Beschäftigungspolitik des Verkäufers auf den Verkauf auswirkt, z.B. ob die Erhaltung des Beschäftigungsniveaus oder der Schutz der Arbeitnehmerrechte im Kündigungsfall ein Ziel war, bzw. wie im Falle von Kündigungen die Einigung zwischen Käufer und Verkäufer über die Abwicklung des Aufwandes für Abfertigungszahlungen aussieht.

Diese Ziele stehen naturgemäß in Konkurrenz zueinander. Eine Problematik, mit der sich die ORKB auseinandersetzen muß, ist die Frage, ob es dem Verkäufer gelungen ist, einen vertretbaren Kompromiß zwischen der Veräußerung des Unternehmens innerhalb eines gedrängten Zeitplans einerseits, und einer Erlösmaximierung bzw. Kostenminimierung andererseits, zu erzielen.

Die Abwägung dieser miteinander im Wettstreit liegende Ziele obliegt selbstverständlich dem Verkäufer. Die ORKB sollte sich nicht anmaßen, die Verantwortung des Verkäufers für die Festlegung von Prioritäten für sich selbst in Anspruch zu nehmen. Wenn der Staat als Verkäufer zum Beispiel beschließt, einen raschen Unternehmensverkauf Vorrang gegenüber einer Erlösmaximierung einzuräumen, um das Vertrauen der Anleger in den Privatisierungsprozeß zu stärken, wäre es für die ORKB unangebracht festzustellen, der Verkäufer hätte den Verkauf im Interesse eines höheren Erlöses aufschieben müssen. Hingegen ist es Aufgabe der ORKB zu untersuchen, wie sich die Abwicklung der Privatisierung durch den Staat ausgewirkt hat, und auf mögliche Verluste für die Öffentlichkeit im Zuge eines bestimmten Verkaufs hinzuweisen. Die Erfahrung lehrt daß dort, wo dem Staat durch Privatisierungen Verluste erwachsen und die neuen Eigentümer auf Kosten der Allgemeinheit Gewinne anhäufen, die Glaubwürdigkeit der Regierung ernsthaft in Frage gestellt wird, da die Verkaufsbedingungen vom Bürger als ungerecht empfunden werden.

Manche Ziele erwecken den Anschein, miteinander im Konflikt zu stehen, obwohl dies in der Praxis nicht der Fall sein muß. Die Gewährung von Anreizen für Privatanleger im Zuge einer Emission von Aktien kann mit einer Erlösmaximierung in Konflikt stehen. Dies ist jedoch nicht der Fall, wenn solche Anreize den Wettbewerb zwischen Privatanlegern und institutionellen Anlegern beleben und damit generell höhere Verkaufserlöse bewirken. Der Nachweis dessen kann allerdings schwierig sein.

Die Feststellung aller Auswirkungen der vom Verkäufer genannten Ziele hilft der ORKB auch, wichtige nicht erklärte Ziele festzustellen und auch solche, deren Festsetzung im Interesse des Verkäufers nützlich gewesen wäre, jedoch verabsäumt wurde. Auf jeden Fall sollte die ORKB untersuchen, inwieweit vom Verkäufer ein angemessener Erlös für das Unternehmen erzielt wurde. Diese Klärung wird dem Staat auch bei der Formulierung von Zielsetzungen für zukünftige Verkäufe dienlich sein.

---

*Richtlinie 8*  
*Zeitpunkt des Verkaufs*

### **Thema**

Was hat die ORKB bei der zeitlichen Abwicklung des Verkaufs zu berücksichtigen?

### **Bedeutung**

Die raschestmögliche Abwicklung der Privatisierung ist oft ein Verkaufsziel des Verkäufers. Im Interesse der Gleichbehandlung von Bietern wird die ORKB festzustellen haben, ob der Verkäufer die maßgeblichen Fristen öffentlich bekannt gegeben hat. Die ORKB sollte auch Augenmerk darauf richten, daß die Befolgung eines gedrängten Zeitplans nicht zu Lasten der übrigen Verkaufsziele geht.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte feststellen, welche Ziele der Verkäufer bei der Festlegung des Verkaufstermins hatte, und ob sich die Verfolgung dieses Ziels in irgendeiner Form, sei es positiv oder negativ, auf den Verkauf ausgewirkt hat.**

### **Begründung**

Der Verkäufer ist oft starkem Druck ausgesetzt, den Verkauf innerhalb knapper Fristen abzuwickeln, vor allem wenn eine raschestmögliche Umstellung auf ein marktwirtschaftliches System angestrebt wird. Aber auch in verhältnismäßig fortschrittlichen Wirtschaftssystemen kann die Regierung auf einen Verkauf drängen, um Mittel für ihre öffentlichen Ausgabenprogramme aufzubringen oder die Staatsschuld zu verringern, oder - im Falle größerer Wertpapieremissionen oder Aktienverkäufe - begrenzte Absatzmöglichkeiten zu nutzen. Darüber hinaus gilt es gemeinhin als gute Praxis, bestimmte Etappen eines Verkauf so schnell wie möglich durchzuführen, um Verluste für das Unternehmen bedingt durch Unsicherheiten über seine zukünftige Existenzfähigkeit zu vermeiden, den Wettbewerbsdruck zwischen den Bietern aufrechtzuerhalten und von den ersten Angeboten in einem Direktverkauf über die Vorauswahl der Bieter bis hin zum Verkaufsabschluß die Aufmerksamkeit auf die Erreichung eines zufriedenstellenden Verkaufsabschlusses zu lenken.

Bei der Prüfung dieser Aspekte sollte die ORKB ein Verständnis für derartige Zwänge entwickeln. Dennoch ist die Einhaltung knapper Fristen keine Entschuldigung für Fehler. Die Prüfung sollte sich darauf konzentrieren festzustellen, ob der Verkauf dermaßen übereilt durchgeführt wurde, daß dabei wesentliche Schritte (z.B. die Beiziehung externer Berater, die Wahl einer entsprechenden Rechtsform für das Unternehmen, die Wahl der

Verkaufsmethode, die Vorbereitung der Finanzinformationen, die Inventarisierung und Bewertung von Vermögenswerten, die Bewertung des Unternehmens, die Vermarktung und die Verkaufsverhandlungen) verabsäumt, bzw. sorglos und unvollständig durchgeführt wurden. In diesem Fall ist zu prüfen, ob daraus ein meßbarer Schaden für das Verkaufsergebnis (z. B. ein Erlösentgang) entstanden ist.

---

## *Richtlinie 9* *Schätzung des Unternehmenswertes vor dem Verkauf*

### **Thema**

Welche wesentlichen Punkte sollte die ORKB im Zusammenhang mit der Bewertung des zu privatisierenden Unternehmens durch den Verkäufer berücksichtigen?

### **Bedeutung**

Die unabhängige Bewertung eines Unternehmens vor dem Verkauf ist ein zentraler Bestandteil jedes gut abgewickelten Verkaufs. Sie erlaubt dem Verkäufer, die Angemessenheit der Angebote der Bieter zu überprüfen und kann sich für die nachfolgenden Verhandlungen mit den Bietern als zweckmäßig erweisen.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte feststellen, ob der Verkäufer vor dem Verkauf eine Bewertung des Unternehmens veranlaßt hat. Wenn das nicht der Fall war, sollte die ORKB die Gründe dafür prüfen und - nach Durchführung einer Studie nach Abschluß des Verkaufes - erwägen, selbst eine Schätzung zu beauftragen. Ist eine Bewertung durch den Verkäufer vor dem Verkauf erfolgt, sollte die ORKB prüfen, ob :**

- **die der Schätzung zugrundegelegten Annahmen korrekt waren;**
- **sie unabhängig vom Käufer und vom Management des betreffenden Unternehmens durchgeführt wurde;**
- **sie auf anerkannten Grundsätzen für die Bewertung von Unternehmen beruhte, und**
- **ob sie für den Verkäufer eine brauchbare Hilfestellung bei der Beurteilung von Angeboten und in den zum Verkaufsabschluß führenden Verhandlungen darstellte.**

### **Begründung**

Die Bewertung von Unternehmen vor einer Privatisierung, vor allem nach dem Grundsatz der Unternehmensfortführung ("*going concern*"), ist eine allgemein anerkannte, bewährte Geschäftspraxis, die einen Richtwert für mögliche Erlöse liefert, anhand dessen Angebote beurteilt werden können. Auch wenn sich je nach Bewertungsansatz verschiedene Werte ergeben, kann eine Bewertung bei einem selektiven Ausleseverfahren als Gegenprobe für den Verkauf selbst herangezogen werden. Sollten die abgegebenen Angebote erheblich von den in der Bewertung enthaltenen Ziffern abweichen, drängt sich die Frage nach der Vermarktung bzw. dem Wettbewerb im Verkaufsverfahren auf. Bewertungen werden

seitens des Verkäufers auch durchgeführt, um einen Mindestpreis für das Unternehmen zu ermitteln, der die Untergrenze für seine Veräußerung bildet.

In bestimmten Fällen könnte der Verkäufer behaupten, daß aufgrund der Einzigartigkeit oder Neuartigkeit eine sinnhafte Bewertung nur schwer möglich sei und damit das Fehlen einer Bewertung begründen. Bedenkt man jedoch, daß die Bieter aufgerufen sind, ein Unternehmen zu bewerten und ihnen keine besseren Information als dem Verkäufer zur Verfügung stehen bzw. stehen sollten, wäre es sehr ungewöhnlich, sollte der Verkäufer tatsächlich nicht imstande sein, eine Bewertung durchzuführen. Von Verkäuferseite wird oft behauptet, daß ein ordnungsgemäß abgewickelter Wettbewerb die beste Gewähr für einen guten Verkaufsabschluß biete. Wettbewerb ist wichtig. Ebenso wichtig ist, daß dem Verkäufer Richtwerte zur Verfügung stehen, anhand derer er Angebote beurteilen kann; das Fehlen einer Bewertung weist in aller Regel darauf hin, daß der Verkäufer bereit ist, das Unternehmen zu einem weniger als zufriedenstellenden Preis zu veräußern und dafür nicht zur Verantwortung gezogen werden möchte. Jedenfalls hat der konzeptive und finanzielle Aufwand von Richtpreisschätzungen in einem angemessenen Verhältnis zur Größe und Komplexität des zum Verkauf anstehenden Unternehmens zu stehen.

Die einer Bewertung zugrundegelegten Annahmen haben sich nach dem Bewertungszweck zu richten. Die Bewertung sollte auf der Grundlage der Unternehmensfortführung erfolgen, wenn sie zum Beispiel als Gegenprobe für das Ergebnis eines Ausleseverfahrens herangezogen werden soll, in welchem das Unternehmen als *going concern* veräußert werden soll.

Bewertungen dürfen nicht von Personen durchgeführt werden, bei denen die Vermutung eines Interessenskonfliktes in Hinblick auf das Ergebnis der Privatisierung naheliegt, auch nicht von den Managern des Unternehmens (selbst wenn sie nicht Bieter sind). Die Informationen der Unternehmensleitung können jedoch für eine sachgemäße Bewertung herangezogen und bei Bedarf überprüft werden. In bestimmten Fällen wird der Verkäufer die Bewertung einer unabhängigen Stelle zur Nachprüfung überlassen, z.B. wenn die Bewertung von den Finanzberatern des Verkäufers durchgeführt wird, und diese im Falle eines Verkaufsabschlusses Anspruch auf ein Erfolgshonorar haben, welches sich an der Differenz zwischen Verkaufserlös und Bewertung orientiert (siehe [Richtlinie 39](#)). In einem solchen Fall hätte der Berater ein Interesse an einer niedrig angesetzten Bewertung.

Die Bewertung eines Unternehmens erfordert Sachkenntnis und Urteilsvermögen. Jede Beurteilung muß jedoch auf quantifizierten Informationen über das betreffende Unternehmen beruhen und auf der Grundlage allgemein anerkannter, berufsständischer Grundsätze erfolgen.

Die ORKB wird auch überprüfen wollen, ob der Verkäufer eine Umstrukturierung des Unternehmens vor dem Verkauf erwogen hat, um z.B. den erzielbaren Erlös zu steigern (siehe [Richtlinie 6](#)).

---

*Richtlinie 10*  
*Verkaufsmethoden*

**Thema**

Welche Faktoren sollte die ORKB berücksichtigen, wenn es um die Wahl der Verkaufsmethode seitens des Verkäufers geht?

## **Bedeutung**

Die Wahl der Verkaufsmethode kann für den Erfolg einer Privatisierung entscheidend sein. Manche Methoden bieten sich regelrecht von selbst an: eine öffentliche Auktion kann z.B. die einfachste und kostengünstigste Art sein, sehr kleine Unternehmen (z.B. Einzelfirmen) zu veräußern. Bei größeren Unternehmen jedoch kann die Wahl z.B. zwischen einem sorgfältig vorbereiteten Direktverkauf und der Emission von Wertpapieren schwierig sein. Die Emission von Wertpapieren dürfte in Hinblick auf die Gesamtkosten aufwendiger sein, könnte jedoch einen höheren Nettoerlös einbringen, wenn es dadurch gelingt, Wettbewerb zwischen einem großen Kreis von Anlegern zu erzeugen; darüber hinaus können weiter gesteckte Zielsetzungen wie die Entwicklung des inländischen Kapitalmarktes gefördert werden. Die ORKB hat die vom Verkäufer ins Auge gefaßten Privatisierungsmöglichkeiten und die Gründe für seine Entscheidung zugunsten einer bestimmte Methode zu beleuchten.

## **Richtlinie**

**Die ORKB sollte untersuchen, welche Alternativen der Verkäufer vor seiner Entscheidung über eine Verkaufsmethode erwogen hat, und welche Kriterien für die Entscheidung zugunsten dieser Verkaufsmethode maßgeblich waren. Dies beinhaltet auch jegliche breiter gesteckten Zielsetzungen des Privatisierungsprogramms.**

## **Begründung**

Das Maß an Sorgfalt, welches der Verkäufer bei seiner Entscheidung über die Verkaufsmethode anwendet, kann erheblich Aufschluß darüber geben, wie sehr sich der Verkäufer über die Charakteristik des zum Verkauf angebotenen Unternehmens und seine potentielle Anziehungskraft auf dem Markt bewußt war. Bei größeren Unternehmen kann es der Verkäufer für zweckmäßig erachten, sich die Alternativen eines Direktverkaufs oder einer Wertpapieremission so lange wie möglich offen zu lassen. Der Verkäufer kann zum Beispiel Verhandlungen mit einem potentiellen Direktkäufer aufnehmen, um einerseits den Markt auszuloten und andererseits auf die Direktoren des Unternehmens Druck auszuüben (die im Interesse ihrer eigenen Arbeitsplätze einer Wertpapieremission vielleicht den Vorzug einräumen), um Aussagen über die Geschäftsaussichten zu gewinnen, deren Darlegung im Falle eines Börsengangs für die Anleger erforderlich ist.

Verabsäumt es der Verkäufer, die Unternehmenscharakteristik eingehend zu bedenken, ehe er sich für eine Verkaufsmethode entscheidet, kann dies einen Wertverlust zur Folge haben. In einem Beispielfall wurde dem Verkäufer auferlegt, die EDV-Supporteinrichtungen einer Gruppe staatlicher Krankenhäuser zu veräußern. Eine vielversprechende Geschäftsmöglichkeit, da die Krankenhäuser an der fortgesetzten Wartung ihrer EDV-Anlagen großes Interesse zeigten. Anstelle jedoch das Unternehmen massiv im Rahmen eines Direktverkaufs zu bewerben, erachtete der Verkäufer die Unternehmenstätigkeit lediglich als eine routinemäßige Erbringung einer Dienstleistung. Die ORKB stellte nach einer Bewertung fest, daß das vom Verkäufer für den Steuerzahler erzielte Ergebnis erheblich schlechter war. Im Lichte der Prüfungsfeststellungen der ORKB



hat sich das Gesundheitsministerium verpflichtet, bei zukünftigen Veräußerungen alle Argumente für einen Direktverkauf zu prüfen.

---

### *Richtlinie 11*

#### *Integrität des Verkäufers bei der Abwicklung des Verkaufs*

### **Thema**

Hat der Verkäufer den Verkauf mit Integrität und unter sorgfältiger Bedachtnahme auf die ordnungsgemäßen Abwicklung staatlicher Tätigkeiten ausgeführt?

### **Bedeutung**

Unter Privatisierung ist die Übertragung von Staatseigentum an den privaten Sektor durch die Beamte der Verwaltung zu verstehen. Bei einer solchen Transaktion sind die gesetzlichen Bestimmungen betreffend die ordnungsgemäße Verrechnung staatlicher Einnahmen und Ausgaben streng zu befolgen. Zudem muß sie gerecht und in Einklang mit den Standards durchgeführt werden, die von den für die Wahrung der Interessen des Steuerzahlers Verantwortlichen erwartet werden. Dies beinhaltet auch sicherzustellen, daß die neuen Eigentümer den ihnen auferlegten Verpflichtungen nachkommen. Interessenkonflikte können z.B. entstehen, wenn die Verkäufer und ihre Berater auf die Vorlage einer vorsichtigen Schätzung des Unternehmenswertes bedacht sind, um die Chancen eines erfolgreichen Verkaufsabschlusses zu steigern. Dies könnte sich jedoch im Falle eines entgangenen Erlöses nachteilig für den Steuerzahler auswirken.

Die beteiligten Beamten dürfen dabei weder direkt noch indirekt irgendwelche unbeabsichtigte Vergünstigungen aus dem Verkauf erhalten. Die Beamten können ihrerseits aufgrund der Art, wie sie den Verkauf abgewickelt haben, Kritik ausgesetzt sein und die ORKB zur Verteidigung ihres Ansehens anrufen. Die ORKB kann mit Schwierigkeiten bei der Beschaffung von zuverlässigem Beweismaterial und auch mit Einwänden konfrontiert sein, was ihre Pflicht zur Wahrung von Geschäftsgeheimnissen bei der Veröffentlichung wichtiger Details z.B. der Identität der Bieter und der gebotenen oder bezahlten Summen betrifft.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte das Vorhandensein geeigneter Maßnahmen zur Gewährleistung eines ordnungsgemäß und redlich durchgeführten Verkaufs prüfen, Anschuldigungen mangelnder Korrektheit nachgehen und Verfahrensmängel feststellen.**

### **Begründung**

Es besteht das Risiko, daß die für eine Privatisierung Verantwortlichen eher persönliche Vorteile als den bestmöglichen Verkaufserfolg für den Steuerzahler suchen. Dieses Risiko kann verschiedene Formen annehmen und aufgrund der Unklarheiten und Ungewißheiten einer solchen Transaktion gedeihen. Die Verkäufer könnte das Unternehmen zum Beispiel an Geschäftspartner verkaufen oder selbst zu vorteilhaften Bedingungen auf Kosten eines teilweisen Verlustes für den Steuerzahler erwerben. Die Manager des zum Verkauf

anstehenden Unternehmens könnten auch versucht sein, Werte in der einen oder anderen Form zu verbergen, so daß sie im Privatisierungsfall entweder direkt durch eine Abschöpfung dieser Werte (z.B. nicht betriebsnotwendige Aktiva) oder indirekt durch gute Renditen des Unternehmens und damit Stärkung ihrer Position als Manager begünstigt werden.

Die ORKB sollte beurteilen, ob die Richtlinien des Verkäufers betreffend den Ausschluß von Bietern angemessen sind und wie das öffentliche Interesse in der Praxis gewahrt wurde.

Die ORKB hat die für die Genehmigung und Durchführung des Verkaufs Verantwortlichen und deren jeweilige Zuständigkeiten zu ermitteln.

Die ORKB hat auch zu prüfen, ob dem Staat die gesamten Erträge aus einer Privatisierung zugeflossen sind, oder ob diese gänzlich oder teilweise in fremde Taschen gelangt sind.

Fahrlässigkeit seitens des Verkäufers kann dazu führen, daß der Verkauf ohne angemessene Bedachtnahme auf das öffentliche Interesse getätigt wird, z.B. wenn der Verkäufer nicht allen Bietern den gleichen Zugang zu Informationen über das Unternehmen ermöglicht, manchen dadurch einen vergleichweisen Vorteil verschafft und somit eine Entschärfung des Wettbewerbes um das Unternehmen bewirkt.

Interessenkonflikte können dort auftauchen, wo Manager bzw. Berater mit Insiderwissen eine Vorzugsstellung als Bieter erhalten.

In vielen Fällen, in denen ein Verkauf nicht korrekt abgewickelt wurde, wird diese Tatsache allgemein bekannt. Solche Informationen können der ORKB für ihre Prüfungstätigkeit dienlich sein. Derartige Berichte können jedoch unvollständig oder falsch sein, und die Beamten oder anderweitig Betroffenen wie z.B. die Bieter könnten sich zu ihrer Entlastung an die ORKB wenden. Ein Mangel an zuverlässigem Beweismaterial kann die ORKB vor Schwierigkeiten stellen. Sogar dort wo Beweismaterial verfügbar ist, können andere am Verkauf Beteiligte mit Hinweis auf die Verpflichtung zur Wahrung von Geschäftsgeheimnissen gegen eine Veröffentlichung Einwände erheben. Es liegt erfahrungsgemäß im Interesse aller, die auf eine ordnungsgemäße Verkaufsabwicklung bedacht sind, daß alle am Verkauf Beteiligten sich der Möglichkeit einer unabhängigen und gründlichen Untersuchung des Verkaufes durch die ORKB und der Veröffentlichung von Einzelheiten der Prüfungsfeststellungen im Interesse der Allgemeinheit bewußt sind.

---

### *Richtlinie 12*

### *Wahrnehmung noch ausstehender Verpflichtungen*

#### **Thema**

Welche Maßnahmen sollte die ORKB unternehmen, um festzustellen, wie die nach dem Verkauf eines staatlichen Unternehmens noch ausstehenden Verpflichtungen vom Staat wahrgenommen werden?

#### **Bedeutung**

Nach dem Verkauf eines staatlichen Unternehmens verbleiben dem Staat zumeist noch Restverpflichtungen. Die wirksame Wahrnehmung dieser Aufgaben wirkt sich auf kurze oder längere Sicht zweifellos auf die Staatsfinanzen aus; sie kann eine Begleichung aus öffentlichen Geldern bedingen oder die wirksame Verwaltung öffentlicher Ressourcen erforderlich machen. Die ORKB sollte daher erwägen, die Wahrnehmung noch ausstehender Verpflichtungen nach dem Verkauf eines staatlichen Unternehmens zu prüfen.

## **Richtlinie**

**Die ORKB sollte die Angemessenheit der vom Staat getroffenen strukturellen Vorkehrungen für die Wahrnehmung noch ausstehender Verpflichtungen prüfen und feststellen, ob verbliebene (Real)vermögenswerte oder (Eventual)verbindlichkeiten in den öffentlichen bzw. staatlichen Haushalten entsprechend aufscheinen (nach Möglichkeit als Zahlenwerte).**

## **Begründung**

Nach Abschluß einer Privatisierung können sich aus verschiedenen Gründen ausstehende Verpflichtungen ergeben. Einerseits, weil vom Staat entschieden wurde, bestimmte Fragen aus einem Verkauf auszuschließen, oder weil nicht alle Aufgaben und Verpflichtungen des zu veräußernden Unternehmens abgegeben werden konnten, z.B. die Wahrnehmung von Verpflichtungen gegenüber den Aktionären, mangelnde oder unklare rechtliche Rahmenbedingungen, gerichtsanhängige Verfahren oder ausstehende personelle oder materielle Verpflichtungen für Bereiche, die aus dem Verkauf ausgeklammert wurden. Andererseits können sich auch Fragen als unmittelbare Folge der Verkaufsbedingungen selbst ergeben, z. B. die aktive und verantwortungsvolle Handhabung vertragsmäßig zugestandener Entschädigungs- und Gewährleistungen, oder die weitere Verwaltung der restlichen Aktiva.

Beispiele für solche Verpflichtungen sind die Abfindung der Beauftragten des Verkäufers (z.B. Investitionsbanken und Institutionen) bei der Plazierung von Aktien eines Unternehmens, Entschädigungszahlungen an die Unternehmensleitung für die Abgabe von Erklärungen im Verkaufsprospekt, sowie Kredite und Verpflichtungen des privatisierten Unternehmens einschließlich außerbilanzmäßiger Posten. Ein Beispiel für ein ausstehendes Guthaben wäre ein Mietvertrag mit dem Käufer, welcher diesem den Zugang zu staatlichem Grund und Boden, welcher vom Verkauf ausgeschlossen war, bzw. dessen Nutzung einräumt (z.B. der Grund unter den Schienen eines privatisierten Eisenbahnnetzes).

Weitere Risiken in diesem Zusammenhang sind das Fehlen eines permanenten "*Residual Managements*", der Verlust von Unterlagen und der drohende Verlust von angestammtem Wissen nach Abgang ehemaliger Mitarbeiter zu anderen Aufgabenbereichen.

Die ORKB hat zu prüfen, welche Verpflichtungen der Verkäufer dem Käufer des Unternehmens auferlegt hat, ob diese quantifiziert worden sind, und wie sich der Verkäufer durch die Festlegung von Fristen, finanziellen Auflagen oder anderen Vertragsauflösungsbedingungen um die Wahrung der Interessen des Steuerzahlers gekümmert hat.

Die ORKB bedarf eines genauen Verständnisses der noch ausstehenden Verpflichtungen, welche nach einer Privatisierung auftreten. Sie sollte prüfen, ob der Staat diese Vermögenswerte und Verbindlichkeiten über ihre Lebensdauer hinweg wirksam und kontinuierlich verwaltet. Dabei geht es um mehr als die dem Staat verbleibenden Verpflichtungen. Bei Massenprivatisierungen wird oft eine riesige Anzahl von Unternehmen innerhalb einer kurzen Zeitspanne privatisiert. Dabei kann es vorkommen, daß die Klärung wichtiger Fragen im Zusammenhang mit der Verantwortung der neuen Eigentümer verabsäumt wird. Die ORKB wird die dem Staat verbliebenen Verpflichtungen laufend zu überwachen haben, insbesondere wenn diese zum Zeitpunkt des Verkaufes unklar oder noch ungeklärt sind.

---

### **Teil 3: Direktverkäufe**

#### *Richtlinie 13*

#### *Vom Verkäufer benötigte externe Beratungsleistungen*

#### **Thema**

Welche Schritte sollte die ORKB unternehmen um sicherzustellen, daß der Verkäufer während der gesamten Abwicklung des Verkaufs sachgerechte externe Beratungsleistungen zu einem angemessenen Preis in Anspruch nehmen konnte?

#### **Bedeutung**

Der Verkäufer bestellt oft Berater, die ihm und den anderen Beteiligten bei der Abwicklung des Verkaufsprozesses behilflich sein und Expertengutachten abgeben sollen. Eine sachgerechte externe Beratung kann der Schlüssel für einen erfolgreichen Verkauf sein.

#### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, wie der Verkäufer die für die Durchführung des Verkaufes erforderliche fachlichen und unabhängigen externen Berater ausgewählt hat und wie die Kostenwirksamkeit dieser Beratungsleistungen gewährleistet wurde.**

#### **Begründung**

In den wenigsten Fällen verfügt der Käufer selbst über das gesamte Spektrum an Fachkenntnissen, die notwendig sind, um alle Aspekte eines Direktverkaufs abdecken zu können. Die für einen zufriedenstellenden Erfolg erforderlichen Fachkenntnisse sind von Fall zu Fall unterschiedlich. Im allgemeinen holt der Verkäufer Absichtserklärungen /Angebote seitens ausgewählter potentieller Berater für ihre Tätigkeit ein. Die potentiellen Berater haben über die erforderliche Kompetenz und Kenntnisse der jeweiligen Branche zu verfügen. Darüber hinaus darf kein Interessenskonflikt in Hinblick auf das zum Verkauf anstehende Unternehmen gegeben sein. Das letztere Argument kann vor allem in kleineren Volkswirtschaften mit einem höheren Potential für Interessenskonflikte zur Ausschaltung möglicher Berater führen.

Die ORKB wird zu prüfen haben, ob bei der Bestellung von Beratern ihrer Unbefangenheit und Kompetenz Bedeutung beigemessen wurde. Die ORKB sollte prüfen, ob die Konsulentenhonorare angemessen waren, ob sie einen entsprechenden Anreiz für

optimale Beratungsleistungen im Interesse des Verkäufers darstellten, und ob ihre Transparenz gegeben war. Wenn das Honorar als Prozentsatz des Endverkaufspreises festgesetzt wurde, sollte sich die ORKB vergewissern, daß ein höherer Verkaufspreis nicht etwa auf Kosten des fristgerechten Abschlusses oder übermäßiger Garantie- und Entschädigungsleistungen erzielt wurde.

Berater werden für ihre Leistungen im Einzelfall sehr unterschiedlich bezahlt, als Pauschalgebühr, als Prozentsatz des Verkaufspreises, oder auf der Basis von Stundensätzen. Jede Methode hat ihre Vor- und Nachteile. Die in Rede stehenden Beträge sind zumeist nicht unbedeutend, weder im Hinblick auf ihre Höhe, noch in ihrer politischen und öffentlichen Bedeutung. Deshalb bedarf die Allgemeinheit einer Versicherung, daß die Konsulentenhonorare den Umständen entsprechend angemessen waren. Zu Frage der Kosten wird auch auf [Richtlinie 39](#) verwiesen (Veranschlagung und Überwachung der externen Beratungskosten).

---

#### *Richtlinie 14*

#### *Das Management des Unternehmens*

##### **Thema**

Welche Prüfungsrisiken sollte die ORKB im Zusammenhang mit dem Management und den Angestellten eines staatlichen Unternehmens, das privatisiert wird, berücksichtigen?

##### **Bedeutung**

Es ist im Interesse der ordnungsgemäßen Abwicklung des Verkaufsprozesses und des bestmöglichen Verkaufserfolges wichtig zu verhindern, daß das Management und die Angestellten des staatlichen Unternehmens, das verkauft wird, Handlungen setzen, die den Verkaufsprozeß gefährden.

##### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte sich vergewissern, daß das Management und die Angestellten des staatlichen Unternehmens, das verkauft werden soll, stets kompetent und in einer Weise handelten, der einer ordnungsgemäßen Abwicklung des Verkaufsprozesses besonders förderlich war und den legitimen Interessen des Verkäufers diente.**

##### **Begründung**

Das Management eines staatseigenen Unternehmens, das verkauft wird, ist während der gesamten Dauer des Verkaufsverfahrens starkem Druck ausgesetzt. Die Führungskräfte werden oft eingebunden. Es wird erwartet, daß sie den Zugang zu den Geschäftsaufzeichnungen und -unterlagen ermöglichen, Fragen des Verkäufers, der Berater und der Interessenten unparteiisch beantworten, gleichzeitig jedoch ihren eigenen Routineaufgaben und -verpflichtungen nachkommen. Darüber hinaus haben sie mit den Unsicherheiten der Mitarbeiter über die Auswirkungen des Verkaufes auf deren Zukunft umzugehen. Die Führungskräfte haben sich während des Verfahrens zur Verfügung zu halten, aber gleichzeitig die Auswirkungen des Verkaufes auf ihre eigene Stellung und Karriereemöglichkeiten vor Augen. Es wäre äußerst wünschenswert, zu diesem Zeitpunkt

zumindest die zentrale Führungskraft an das Unternehmen zu binden. Vereinbarungen (*Incentives*) werden nötig sein, um ihre weitergehende Beschäftigung bis zum Abschluß des Verkaufsverfahrens sicherzustellen.

Auch diese Mitarbeiter werden ihre eigene Zukunft vor Augen haben und könnten versucht sein, zur Sicherung ihrer weiteren Beschäftigung beim Staat oder dem neuen Eigentümer bestimmte Bieter anderen gegenüber vorzuziehen. Sobald ein Vertrag abgeschlossen wird, kann ihre Loyalität durchaus vom Verkäufer zum Käufer umschwenken.

Die ORKB hat sich über diese möglichen Auswirkungen auf den Ausgang des Verkaufs bewußt zu sein und sich davon überzeugen, daß der Verkäufer die Risiken für den Verkauf und den Erfolg erkannt und entsprechende Vorkehrungen getroffen hat, z.B. durch klare Richtlinien für das Management und die Angestellten, in welcher Form und in welchem Ausmaß eine Kommunikation mit den Bietern gestattet ist.

Teil 4 dieser Richtlinien befaßt sich mit weiteren Fragen, welche sich ergeben, wenn das Management bzw. die Angestellten eines Unternehmens bei einem Verkauf auch als Bieter auftreten.

---

*Richtlinie 15*  
*Vermarktung des Unternehmens*

**Thema**

Welche Schritte sollte die ORKB unternehmen, um die Vermarktung eines Unternehmens zu beurteilen?

**Bedeutung**

Der Erfolg eines Verkaufes, mittels dessen ein zufriedenstellender Erlös erzielt wird, ist eher bei Bieterkonkurrenz gewährleistet. Um dies zu erreichen sollte der Verkäufer erwägen, welche Verkaufsmethode sich am besten für den Unternehmenstyp eignet, und wie die volle Aufmerksamkeit der Interessenten auf diese Gelegenheit gelenkt werden kann. Dabei spielen rechtliche Überlegungen eine Rolle, die sich auf die Art der Vermarktung auswirken, z.B. ordnungspolitische Auflagen und Bestimmungen über die Bewerbung derartiger Verkäufe. Es besteht das Risiko, daß der Verkäufer aus Unerfahrenheit oder Kurzsichtigkeit zögert, den Markt eingehend auszuloten.

**Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, inwieweit es dem Verkäufer gelungen ist, die Aufmerksamkeit potentieller Käufer auf die sich durch den Unternehmensverkauf ergebenden Geschäftsmöglichkeiten zu lenken.**

**Begründung**

Wettbewerb entsteht nur dann, wenn der Verkäufer positive Maßnahmen setzt, um geeignete Bieter anzusprechen. In einigen Fällen wurden Unternehmen auf der Grundlage eines einzigen Angebotes veräußert, indem der Verkäufer die Mitarbeiter zur Abgabe

eines Angebotes aufrief, das vermutlich ohne Gegenangebot bleiben würde. Die ORKB sollte prüfen, ob z.B. das Unternehmen in der einschlägigen Finanz- und Wirtschaftspresse zum Verkauf angeboten wurde, und ob und mit welchem Ergebnis der Verkäufer eine zweckmäßige Sondierung des Marktes zur Ausfindungsmachung von Interessenten erwog. Wenn der Verkauf erst nach einem oder mehreren Fehlversuchen zustande kam, sollte die ORKB die Gründe hierfür prüfen, ebenso wie die dabei entstandenen Kosten, und die Lehren, welche daraus zur Vermeidung ähnlicher Fehler in der Zukunft gezogen werden könnten.

Darüber hinaus wird die ORKB zu prüfen haben, ob der Verkäufer die ordnungspolitischen Auflagen für die Vermarktung im In- oder Ausland sorgsam erfüllte und ob er dabei internationalen Verpflichtungen für die Ausschreibung von öffentlichen Dienstleistungen oder den Erwerb von staatseigenem Vermögen nachgekommen ist. Die ORKB wird besonders dort aufmerksam sein müssen, wo sich der Verkäufer unkritisch auf vermutete Auflagen als Vorwand für die Unterlassung einer energischen Vermarktung beruft, und somit die Erzielung des bestmöglichen Erfolges gefährdet hat.

---

*Richtlinie 16*  
*Information der Interessenten*

**Thema**

Welche Informationen sollten den Interessenten zur Verfügung gestellt werden?

**Bedeutung**

Aus verschiedenen berechtigten Gründen, z.B. der Wahrung von Geschäftsgeheimnissen oder der Förderung kreativer, konkurrenzbelebender Angebote, möchte der Verkäufer in der Anfangsphase des Ausschreibungsverfahrens vielleicht nicht allen Interessenten ausführliche Informationen über das zu verkaufende Unternehmen zur Verfügung stellen. Andererseits hat der Verkäufer die Abgabe von Erstangeboten anzuregen und das Risiko so gering wie möglich zu halten, daß die in die engere Auswahl gelangten Bieter ihre Angebote in der nächsten Phase aufgrund näherer Informationen erheblich nach unten revidieren. Informationen sollten ungeachtet ihres Ausmaßes allen Interessenten gleichermaßen zur Verfügung gestellt werden, ansonsten läuft der Verkäufer Gefahr, das Vertrauen der Bieter in die korrekte Abwicklung des Verkaufsprozesses zu verlieren.

**Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, ob der Verkäufer bei der Information der Interessenten die möglichen Vor- und Nachteile abgewogen hat, und ob die Einzelheiten allen Interessenten gleichermaßen zur Verfügung gestellt wurden.**

**Begründung**

Verabsäumt der Verkäufer, allen Bietern Informationen gleichermaßen zur Verfügung zu stellen, besteht die Gefahr, daß die Bieter ihre Angebote zurückziehen, erheblich mindern, oder zu einem späteren Zeitpunkt des Verkaufsprozesses herabsetzen, z.B. wenn nachträgliche Informationen Anlaß dafür bieten, die Bewertung des Unternehmens



herabzusetzen. Die Einleitung gerichtlicher Schritte ist nicht auszuschließen, wenn der Käufer erst nach dem Verkauf Kenntnis über diese Informationen erlangt.

---

### *Richtlinie 17*

#### *Evaluierung der Angebote*

#### **Thema:**

Welche Schritte sollte die ORKB unternehmen, um zu beurteilen, wie der Verkäufer die eingereichten Angebote evaluiert hat?

#### **Bedeutung**

Der bestmögliche Verkaufserfolg kann nur erzielt werden, wenn der Verkäufer Kriterien zur Evaluierung der abgegebenen Angebote festgesetzt hat. Die Festlegung zufriedenstellender Kriterien ist nicht immer einfach, insbesondere wenn verschiedene Verkaufsziele miteinander konkurrieren, und wenn auch qualitative Ziele (z.B. Erfolgsdruck) mit im Spiel sind. Kommt es zu keiner einheitlichen Bewertung der Angebote, wird es dem Verkäufer nur schwer gelingen nachzuweisen, inwieweit der Verkaufsabschluß den gesteckten Zielsetzungen entsprochen hat. Der Verkäufer läuft Gefahr, mangelnder Korrektheit bezichtigt zu werden.

#### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte die Kriterien des Verkäufers bei der Evaluierung der Angebote unter Hinweis auf die Verkaufsziele prüfen und untersuchen, mit welchem Erfolg diese Kriterien bei der Evaluierung der Angebote angewandt wurden.**

#### **Begründung**

Ohne handfeste Kriterien zur Evaluierung der abgegebenen Angebote kann der Verkäufer nicht einschätzen, in welchem Masse die einzelnen Angebote den Verkaufszielen gerecht werden: bei Fehlen eines Planes zur Evaluierung von Angeboten, in welchem die einzelnen Kriterien nach Vorrangigkeit gewichtet werden, sind die Gründe und die Angemessenheit einer Auswahlentscheidung zugunsten eines Bieters schwer nachzuvollziehen. Dabei können sich Schwierigkeiten ergeben, da im allgemeinen verschiedene Verkaufsziele miteinander in Konkurrenz stehen und nicht alle leicht zu quantifizieren sind. Oft werden die einzelnen Kriterien durch den Verkäufer unterschiedlich gewichtet; in der Praxis ist die Kombination dieser Kriterien oft informell und subjektiv, was die Prüfung einer einheitlichen Vorgangsweise bei der Evaluierung aller Angebote erschwert.

Auch wenn es dem Verkäufer gelingt, eine Reihe ausgewogener Kriterien konsequent anzuwenden, besteht die Gefahr einer rein mechanischen Beurteilung, indem den meßbaren Aspekten (z.B. dem Preis) überhöhtes Gewicht verliehen wird, während qualitative Aspekte von ebenso großer Bedeutung (z.B. das unternehmerische Potential der Bieter) vernachlässigt werden. Damit wird Spekulationen und Mißbrauch Tür und Tor geöffnet. Die Gefahr einer allzu mechanischen Beurteilung besteht auch dann, wenn der Verkäufer die Möglichkeit von Korruption durch die die Evaluierung vornehmenden



Personen ausschließen möchte. Die gleichen potentiellen Nachteile kommen in gewissem Maße auch zum Tragen, wenn der Verkäufer, anstatt die Kriterien zu gewichten, ein einziges - quantifizierbares - Hauptziel festsetzt und alle anderen Ziele als notwendige zu erfüllende Auflagen betrachtet.

Unabhängig davon, für welche Evaluierungsmethode sich der Verkäufer entschließt, werden die Bieter im allgemeinen keine Angebote unterbreiten, die den Anforderungen des Verkäufers entsprechen, wenn sie über die Methode der Evaluierung nicht in Kenntnis gesetzt werden. Die Kriterien sollten der jeweiligen Phase der Verkaufs angepaßt sein und genügend Spielraum für innovative Vorschläge lassen. Die ORKB wird zu prüfen haben, wie erfolgreich der Verkäufer bei der Bewältigung dieser schwierigen Aufgabe war. In einigen Fällen kann dies im Rahmen eines Einzelverkaufes geschehen. Bei einer parallelen Abwicklung mehrerer Direktverkäufe könnte es sich für die ORKB als zweckmäßiger erweisen, die systematische Vorgangsweise des Verkäufers in der Anwendung dieser Kriterien zu untersuchen.

Die Kontrolle der Evaluierung von Angeboten ist wahrscheinlich einer der technisch anspruchsvollsten Aspekte der Privatisierungsprüfung. Die ORKB wird sich für diese Tätigkeit mit den entsprechenden Fachkenntnissen rüsten müssen (siehe Richtlinien 1 und 2).

---

*Richtlinie 18*  
*Vorauswahl der Bieter*

### **Themen**

Wie sollte die ORKB die engere Auswahl der Angebote durch den Verkäufer bewerten?

### **Bedeutung**

Um die Verhandlungen zu einem zufriedenstellenden Abschluß zu bringen kann es für den Verkäufer notwendig sein, die Zahl der Bieter auf ein überschaubares Maß zu beschränken und gleichzeitig ein Klima des Wettbewerbes zwischen den ernsthaften Angeboten aufrechtzuerhalten.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte untersuchen, ob die Kriterien und Verfahren, die der Verkäufer für die engere Auswahl der Bieter angewandt hat, im Rahmen der Verkaufsziele vernünftig und begründet waren, und wie es dem Verkäufer gelungen ist, einen Kompromiß zwischen der Verhandlungsführung mit einer zu großen bzw. zu geringen Anzahl von Bietern zu finden.**

### **Begründung**

Unter der Annahme, daß im Verkaufsprozeß eine Reihe von Erstangeboten hervorgegangen sind, die die Verkaufskriterien erfüllen, hat der Verkäufer über eine Auslese der Bieter zu entscheiden, die zur Teilnahme an der nächsten Runde aufgefordert werden. Erfahrungsgemäß geschieht dies oft in der Hoffnung, zu einem schnelleren

Verkaufsabschluß zu gelangen. Dafür spricht, daß mit zunehmender Zahl der Bieter, die für die nächste Runde übrigbleiben, der Einzelne seine Erfolgchancen schlechter einzuschätzen vermag. Die Reduzierung der Anzahl der Bieter kann also zu einer Belebung des Wettbewerbs führen. Wenn jedoch diese Spannung nicht aufrechterhalten wird und der Verkäufer auf einen raschen Abschluß drängt, werden die Bieter, die in die nächste Runde eingeladen wurden, dazu ermutigt, ihre Anfangsangebote auf Kosten des Verkaufserlöses zu herabzusetzen, was durch einige Beispiele aus der Praxis belegt ist. Ebenso sollte der Verkäufer darauf achten, ernsthafte Bieter möglichst lange im Rennen zu behalten. Es ist durchaus möglich, daß der den Zuschlag erhaltende Bieter in der Anfangsphase des Verfahrens schlechter gereiht war. Deshalb sind einige Verkäufer zu der Erkenntnis gelangt, daß es vorteilhaft wäre, je nach Größe und Komplexität des Verkaufes zumindest drei Angebote so lange wie möglich im Spiel zu halten. Die ORKB wird diese Faktoren zu berücksichtigen haben ebenso wie die Frage, inwieweit die Vorauswahl der Bieter durch den Verkäufer dem Erfolg des Verkaufes zuträglich oder abträglich war.

Bei der Berichterstattung über diese entscheidende Phase des Verkaufsprozesses ist es wahrscheinlich, daß die ORKB von Seiten des Parlaments und der Öffentlichkeit unter Druck steht, die Identität der Bieter, die Höhe der Angebote, und die mit den Angeboten verknüpften Bedingungen offenzulegen. Vielfach wird den Bietern die Geheimhaltung ihrer Identität und weiterer Einzelheiten zugesichert, vor allem wenn sie nicht zum Zug gekommen sind. In einem solchen Fall wird die ORKB zu erwägen haben, ob die Geheimhaltung dieser Einzelheiten im Interesse der Öffentlichkeit liegt. Gelangt sie zu dem Schluß, daß es sich dabei um zwingende Gründe handelt (z.B. um Bieter bei zukünftigen Verkäufen nicht abzuschrecken), kann sie diese Einzelheiten dem Parlament möglicherweise in einem vertraulichen Bericht zur Kenntnis bringen.

---

*Richtlinie 19*  
*Bevorzugte Bieter*

**Thema**

Worauf sollte die ORKB ihre Prüfung konzentrieren, wenn der Verkäufer in der Endphase des Verkaufs mit einem einzelnen bevorzugten Bieter in Verhandlungen eingetreten ist?

**Bedeutung**

Vielfach sind Anfangsangebote und Angebote der zweiten Phase an bestimmte Bedingungen geknüpft, etwa weil es dem Verkäufer nur schwer gelingt, die Zweifel des Marktes an dem Verkauf auszuräumen. Unter solchen Umständen kann er zu dem Schluß gelangen, daß diese Bedingungen nur dann auszuschalten sind, wenn einem Interessenten der Status eines bevorzugten Bieters eingeräumt wird und ausschließlich mit diesem Verhandlungen aufgenommen werden, um den Verkauf zu einem Abschluß zu bringen.

**Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, ob für die Auswahl des bevorzugten Bieters durch den Verkäufer bestimmte Kriterien maßgeblich waren, ob diese mit den Verkaufszielen in Einklang waren, und ob diese Kriterien auch angewendet wurden.**

### **Begründung**

Der Verkäufer sollte nachweisen können, daß der bevorzugte Bieter am ehesten geeignet war, den Verkaufszielen gerecht zu werden, daß er von allen am Verkauf interessierten Parteien akzeptiert werden konnte, und daß er sich in der Endphase weder zurückziehen noch versuchen würde, sein Angebot massiv zu verschlechtern. Die ORKB wird zu prüfen haben, ob der Verkäufer bei der Auswahl des bevorzugten Bieters alle Schwierigkeiten, die während der Verhandlungen auftreten könnten, in Betracht gezogen und sich vergewissert hat, daß der bevorzugte Bieter über die für den Abschluß des Geschäftes erforderlichen finanziellen Mittel verfügte.

---

*Richtlinie 20  
Abschlußverhandlungen*

### **Thema**

Wie soll die ORKB die Abschlußverhandlungen zwischen dem Verkäufer und einem bevorzugten Bieter prüfen?

### **Bedeutung**

Auch wenn die Einräumung des Status eines bevorzugten Bieters dazu führt, daß dieser seine formalen Vorbehalte und Bedingungen zurückzieht, besteht für den Verkäufer das Risiko, daß der bevorzugte Bieter in der Abschlußphase seine starke Verhandlungsposition aufgrund seiner Sonderstellung ausnutzt.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, welche Maßnahmen seitens des Verkäufers gesetzt wurden um zu vermeiden, daß der bevorzugte Kandidat in der entscheidenden Schlußphase eine bedeutende Minderung seines Angebots durchzusetzen versuchte, und daß die endgültigen Bedingungen des Geschäftsabschlusses nicht schlechter als die irgendeines anderen Bieters waren.**

### **Begründung**

Ein bevorzugter Bieter führt zumeist Exklusivverhandlungen mit dem Verkäufer. Mangelnde Umsicht des Verkäufers in dieser Phase kann dazu führen, daß der bevorzugte Bieter eine nachträgliche Preisminderung oder andere Zugeständnisse (z.B. Entschädigungen) erfolgreich durchsetzt. Die ORKB wird zu prüfen haben, welche vorsorglichen Maßnahmen der Verkäufer zur Abwendung dieser Risiken gesetzt hat z.B. die Festsetzung eines Mindestpreises aufgrund einer eingehenden Bewertung des Unternehmens (siehe [Richtlinie 9](#)); die rechtzeitige Bereitstellung von Informationen, die einen Bieter zu einer niedrigeren Einschätzung des Wertes des zum Verkauf anstehenden Unternehmens veranlassen könnten; Maßnahmen zur Aufrechterhaltung des

Wettbewerbsdrucks während der Verhandlungen mit dem bevorzugten Bieter, um so schnell wie möglich bei gleichzeitiger Erzielung eines zufriedenstellenden Ergebnisses zu einem Geschäftsabschluß zu kommen; und die Hintanhaltung des völligen Ausschlusses der anderen Bieter, damit sie zur Wiederaufnahme der Verhandlungen eingeladen werden können, falls der bevorzugte Bieter große Zugeständnisse verlangen sollte.

---

#### **Teil 4: Übernahme durch das Management**

##### *Richtlinie 21*

##### *Gewährleistung eines lauterer Wettbewerbs*

#### **Thema**

Welche Garantien sollte die ORKB prüfen, wenn das Management bzw. die Mitarbeiter des Unternehmens neben den externen Bietern als Bieter für das Unternehmen zugelassen werden?

#### **Bedeutung**

Es kann im Interesse des Verkäufers liegen, das Management bzw. die Mitarbeiter zu bestärken, als Mitbieter für das Unternehmen aufzutreten, z.B. um den externen Interessenten den Erwerb des Unternehmens als lohnend darzustellen, und um die Motivation des Managements und der Mitarbeiter in der Zeit bis zum Verkaufsabschluß zu erhalten. Das Management kennt freilich das Unternehmen besser als jeder Außenstehende. Wenn es der Verkäufer verabsäumt, entsprechende Vorkehrungen zu treffen, besteht die Gefahr, daß externe Bieter entgegen den Interessen des Verkaufs abgeschreckt werden.

#### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, in welcher Weise der Verkäufer bestrebt war, einen lauterer Wettbewerb und gerechten Informationszugang zwischen den Vertretern des Managements und den externen Bietern zu gewährleisten.**

#### **Begründung**

Das Management eines Unternehmens befindet sich in einer potentiell bevorzugten Verhandlungsposition. Durch seine enge Einbindung und Vertrautheit mit der Arbeitsweise des Unternehmens, seinen Stärken und Schwächen, Kunden und Zukunftsaussichten, genießt es im Ausschreibungsverfahren eine Art Insiderstellung. Das Management könnte auch versucht sein, externe Bieter durch negative Prognosen über die zukünftige Entwicklung abzuschrecken. Um dieses Risiko hintanzuhalten sollte der Verkäufer bedacht darauf nehmen, die Führungskräfte/Mitarbeiter, welche direkt oder indirekt in das Übernahmeteam eingebunden sind, aus dem Entscheidungsprozeß auszuschließen. Der Verkäufer wäre auch gut beraten, den Vertretern des Übernahmeteams bei dem Verkauf einen Verhaltenskodex mit einer Aufforderung zu unterbreiten, ihre Interessen zu bekunden und die Art von Informationen, die sie ihren Geldgebern zukommen lassen können, im einzelnen anzuführen. Darüber hinaus wäre eine unabhängige Überprüfung der Informationen, die allen Bietern zur Verfügung gestellt werden, zweckmäßig, um deren Richtigkeit zu überprüfen.

Die ORKB wird auch zu überprüfen haben, ob der Verkäufer weitestgehend sicherstellte, daß allen Bietern gleichermaßen Zugang zu den selben Informationen über das Unternehmen eingeräumt wurde und ob die maßgeblichen Bestimmungen betreffend die mißbräuchliche Verwendung von Insiderinformationen berücksichtigt wurden. Dies ist besonders wichtig, wenn auch ein Managementteam als Bieter auftritt. Als Vorkehrung wäre z.B. die Einrichtung eines Datenraumes denkbar, welcher von allen Bietern unter Aufsicht genutzt werden könnte, wobei sicherzustellen ist, daß der Verkäufer oder sein Beauftragter bei allen Zusammenkünften zwischen der Unternehmensleitung und den Bietern anwesend ist. Dies soll gewährleisten, daß die Informationen den Bietern in gleichem Maße zur Verfügung gestellt werden, daß alle Anfragen und Auskünfte erfaßt und erledigte Anfragen auch allen anderen Bietern zur Kenntnis gebracht werden. Solchermaßen sollte der Verkäufer sicherstellen, daß externen Bietern nach Möglichkeit dieselben Informationen über die vergangene Entwicklung und die Zukunftsaussichten des Unternehmens wie internen Bietern zur Verfügung gestellt werden. In einigen Fällen untersagte es der Verkäufer der Unternehmensleitung bzw. den Mitarbeitern als Bieter aufzutreten, solange bis ein bevorzugter externer Bieter gefunden war. Ab diesem Zeitpunkt wurden Verhandlungen zwischen dem Interessenten und dem Management/den Mitarbeitern gestattet.

---

*Richtlinie 22*  
*Anreize*

### **Thema**

Welche Faktoren sollte die ORKB berücksichtigen, wenn sie die Wirtschaftlichkeit von Anreizen prüft, mittels derer der Verkäufer die Abgabe von Angeboten für den Kauf des Unternehmen seitens des Managements oder der Angestellten fördert?

### **Bedeutung**

Allzu großzügige Anreize, die das Management dazu veranlassen sollen, Angebote zur Übernahme des Unternehmens zu unterbreiten, können externe Bieter abschrecken und zu Wertminderungen führen, besonders wenn diese Anreize unklar und nicht öffentlich sind.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, ob die dem Management eingeräumten Anreize zur Abgabe von Übernahmeangeboten mit Rücksicht auf die Verkaufsziele gut durchdacht waren, in welcher Weise sie sich auf den Verkaufserlös auswirken, und ob alle Bieter über die wesentlichen Einzelheiten in Kenntnis gesetzt wurden.**

### **Begründung**

Die Verkäufer könnte an Übernahmeangeboten seitens des Managements besonders interessiert sein, um den Wettbewerb mit den externen Bietern zu stärken bzw. das Interesse oder die Stimmung des Managements und der Angestellten aufrecht zu erhalten. Anreize können z.B. in der Form von finanzieller Unterstützung bei der Erstellung des Angebotes erfolgen. Der Verkäufer kann entscheiden, das Übernahmeangebot des

Managements bevorzugt zu behandeln, wenn es innerhalb eines festgesetzten prozentuellen Bandbreite des besten Gebots liegt und in sonstiger Hinsicht zufriedenstellend ist. Die Art und der Wert solcher Anreize, sowie die Umstände, unter denen sie zur Anwendung gelangen könnten, sind vom Verkäufer gründlich zu bedenken. Diese Informationen sind allen Bietern und nach Möglichkeit der Allgemeinheit im voraus zur Verfügung zu stellen, da sonst externe Interessenten abgeschreckt werden können. Die ORKB sollte überprüfen, ob der Verkäufer die Einstellung finanzieller Unterstützungen an das Management für die Abgabe von Übernahmenangeboten in Erwägung zog, sobald dem Managementteam anderweitige finanzielle oder wirtschaftliche Hilfestellung zuteil wurde.

Anreize sind nicht in jedem Fall wirtschaftlich z.B. wenn es dem Übernahmeteam an den erforderlichen Fähigkeiten für eine erfolgreiche Unternehmensführung mangelt. Andererseits kann ein Übernahmeangebot des Managements jedoch bei entsprechender Förderung ein besseres Verkaufsergebnis erzielen als dies sonst möglich gewesen wäre. Ein Beispiel wäre der Verkauf von zehn Betriebsstätten eines staatlichen Unternehmens, von denen vier vom Management übernommen wurden. Dies wirkte sich insgesamt positiv auf den Verkaufserlös aus, da der Wettbewerb mit den Übernahmeteam zu höheren Angeboten seitens anderer Käufer führte.

Die ORKB sollte prüfen, ob die Verkaufsbedingungen zu einer Anhäufung von Gewinnen in den Händen einiger weniger Manager geführt haben und somit übrige Mitarbeiter und Steuerzahler geschädigt wurden.

---

### *Richtlinie 23*

#### *Sicherung des bestmöglichen Preises*

#### **Thema**

Was sollte die ORKB bei ihrer Prüfung, ob der Verkäufer aus dem Verkauf des Unternehmens an das Management einen angemessenen Erlös erzielte, untersuchen?

#### **Bedeutung**

Es gibt bestens bekannte Beispielfälle, wo es zu einer Übernahme von Unternehmen durch das Management gekommen ist, welches nach verhältnismäßig kurzer Zeit mit beträchtlichen Gewinnen für das Management und dessen finanziellen Partner weiterveräußert wurde. Eine derartige Vorgehensweise kann den Privatisierungsprozess diskreditieren, da der ursprüngliche Verkauf des Unternehmens dem Steuerzahler nachweislich nicht den bestmöglichen Erlös eingebracht hat.

#### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte untersuchen, welche Maßnahmen vom Verkäufer unter Berücksichtigung der Verkaufskriterien unternommen wurden um zu verhindern, daß das Unternehmen von den Vertretern des Managements billig erworben wird, z.B. durch eine Behinderung der Mitbieter.**

#### **Begründung**

Es besteht die Gefahr, daß das Management aufgrund seiner Kenntnis des Unternehmens dieses zum niedrigsten Preis und zu den bestmöglichen Konditionen erwirbt und kurz nach dem Kauf zu seinem vollen Wert veräußert. Die wichtigste Absicherung dagegen ist ein uneingeschränkter Wettbewerb während des Verkaufsprozesses, basierend auf einer Bewertung des Unternehmens durch den Verkäufer (siehe Richtlinie Nr. 9) und einem gleichen Zugang zu den wesentlichen Informationen für alle Bieter. Eine weitere Absicherung wäre die Bestellung eines oder mehrerer unabhängiger Direktoren in den Vorstand des Unternehmens, mit der Aufgabe, dem Verkäufer Klarheit über die wirtschaftliche Lebensfähigkeit und Zukunftsaussichten des Unternehmens zu verschaffen. Auf dieser Grundlage können die Auffassungen der Vertreter der Übernahmegruppe und der anderen Bieter vergleichend beurteilt und sichergestellt werden, daß weitere Maßnahmen, wie z.B. die Gewährleistung eines gleichen Informationszugangs für alle Bieter oder die Vermeidung eventueller Interessenkonflikte, gesetzt wurden.

Der Verkäufer kann es für angebracht halten, bestimmte Mitglieder der Übernahmegruppe von gewissen Entscheidungen fern zu halten, z.B. der Vorbereitungsphase der Privatisierung, einschließlich der Umstrukturierung von Vermögenswerten und Ressourcen, Teilverkäufen vor dem Verkauf selbst, der Umschuldung, sowie jeglichen Investitionsentscheidungen, die den Wert des Unternehmens beeinflussen könnten. Die ORKB wird auch zu prüfen haben, ob der Verkäufer alle Prüfberichte über die Reorganisation berücksichtigt hat, insbesondere jegliche von der ORKB beanstandete Unzulänglichkeiten in dem Verfahren.

Wenn es sich bei dem Verkauf um den ersten in einer Reihe neuartiger Verkäufe handelt und anfänglich Zweifel an den Erfolgsaussichten der Privatisierung am Markt bestehen, kann der Verkäufer Verhandlungen über einen Gewinnanteil, der innerhalb einem festgelegten Zeitraum nach dem Verkauf erzielt wird, führen, insbesondere wenn das Unternehmen weiterverkauft wird. In diesem Fall müßte der Verkäufer natürlich alle möglichen nachteiligen Auswirkungen berücksichtigen, welche eine derartige Vorgehensweise auf den Preis des an das Management verkauften Unternehmens haben könnte. In einem Fall wurde ein hoch bewertetes Unternehmen mit einem kleinen Stab an Mitarbeitern und Führungskräften von einem Management-Übernahmeteam mit einem Risikokapitalrückhalt von umgerechnet 750 Mio USD erworben und sieben Monate später um 1,2 Mrd USD weiterverkauft, wobei das Management-Käufersteam einen Gewinnanteil von 25% lukrierte. Der Rest davon ging an die Risikokapitalgeber. Der Staat erhielt keinen Anteil an diesen Gewinnen.

---

## **Teil 5: Massenprivatisierungen**

### *Richtlinie 24*

#### *Bewußtseinsbildung bei öffentlichen Anlegern*

### **Thema**

Welche Maßnahmen sollte die ORKB setzen um sicherzustellen, daß die Öffentlichkeit über einen Massenprivatisierungsprozeß ausreichend informiert und unterrichtet wurde, um eine möglichst breit gestreute Beteiligung der als Anleger in Frage kommenden Öffentlichkeit zu erzielen?



## **Bedeutung**

Das Ziel von Massenprivatisierungsprogrammen liegt im allgemeinen darin, die Anteile von zum Verkauf anstehenden staatlichen Unternehmen so schnell wie möglich öffentlich unter potentiellen Privatanlegern zu plazieren. In den meisten Ländern, in denen Massenprivatisierungen in Angriff genommen wurden, hatte die Öffentlichkeit großteils wenig oder keine vorherige Erfahrungen als Privateigentümer. Um die Öffentlichkeit verstärkt als Anleger zu gewinnen sind seitens des Verkäufers und der anderen Berater umfangreiche Aufklärungsmaßnahmen über den Vorgang, die Art und Qualität des angebotenen Kapitalanteils und die Bedeutung von Anteilseigentümerschaft und Aktionärsrechten notwendig.

## **Richtlinie**

**Die ORKB sollte den Prozeß der öffentlichen Aufklärung einschließlich der Meinungsbildungskampagnen sowie die Mechanismen prüfen, mittels derer wesentliche Informationen über das durch das Massenprivatisierungsprogramm zum Verkauf gelangende Unternehmen verbreitet wurden. Die ORKB sollte sich dabei überzeugen, daß der Vorgang selbst und die Informationen in ihrer Qualität ausreichend waren, um als Entscheidungsgrundlage für potentielle Investoren dienen zu können.**

## **Begründung**

Besitzstreuung ist immer ein erklärtes Ziel von Massenprivatisierungen. Dabei geht es darum, als unausgewogen wahrgenommene Besitzverhältnisse, die aus anderen Privatisierungen hervorgegangen sind, auszugleichen, insbesondere weil sich die Beschäftigten und die Allgemeinheit in den ehemaligen Planwirtschaften selbst als Teil kollektiver Besitzstrukturen sahen. Deshalb wird mit einem Massenprivatisierungsprogramm eine möglichst breite Beteiligung der Öffentlichkeit als Anleger angestrebt. Die Öffentlichkeit verfügt jedoch oft über wenig praktische Erfahrungen über Privateigentümerschaft und ist über die Bedeutung von Anteilseigentum und den damit verbundenen Rechten oft unzureichend informiert. Der Erfolg eines Massenprivatisierungsprogrammes wird allerdings vielfach an der prozentuellen Beteiligung der Bürger als Anleger gemessen. Öffentlichkeitsarbeit und leicht zugängliche, objektive Daten über Investitionsmöglichkeiten sind entscheidend, um den Einzelnen als Anleger zu gewinnen. Sogar in fortschrittlichen Marktwirtschaften kann die Mehrheit aller Aktien in den Händen institutioneller Anleger oder Körperschaften liegen. Auch in der Informationsgesellschaft der Vereinigten Staaten besitzt lediglich 22 Prozent der Bevölkerung Aktien bzw. Anteile.

Die ORKB sollte die Art, Dauer, Verbreitungsmethoden und die Zweckdienlichkeit von Bewußtseinsbildungs- /Aufklärungskampagnen untersuchen, die zur Förderung der Investitionstätigkeit eingesetzt werden. Darüber hinaus sollte sie prüfen, ob über alle Unternehmen, die in das Programm einbezogen waren, grundlegende Informationen zur Verfügung gestellt wurden, einschließlich von verlässlichen Daten über den finanziellen Erfolg, die Beschäftigung und Managementstruktur sowie eine Beschreibung der Hauptprodukte und -märkte jedes Unternehmens. Die ORKB sollte auch darauf achten, ob die Einnahmen- und Gewinnmöglichkeiten und die finanzielle Lage des Unternehmens



allzu positiv dargestellt werden, und ob die Verantwortlichkeiten des Managements gegenüber den Aktionären klar definiert wurden.

---

*Richtlinie 25*  
*Intermediäre*

**Thema**

Welche Maßnahmen sollte die ORKB ergreifen, um die Wirksamkeit von Regelungen betreffend Intermediäre zu prüfen?

**Bedeutung**

Da Privatanleger oft ungenügend Erfahrungen als Privateigentümer besitzen, wird ein Großteil des Anteilseigentums durch die Schaffung von Investmentfonds und Kapitalanlagegesellschaften von sogenannten Intermediären vertreten. Diese spielen eine wichtige Rolle bei der Entstehung eines neuen Marktes, welcher den Aktienhandel begünstigt und durch ein gewisses Maß an Liquidität gekennzeichnet ist. Gleichzeitig besteht jedoch die Gefahr, daß die Intermediäre wichtige Verpflichtungen der Unternehmensführung vernachlässigen oder gänzlich mißachten und ihre Kenntnisse des Marktes dazu nutzen, um uninformierte Anleger zu übervorteilen.

**Richtlinie**

**Die ORKB sollte die rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen prüfen, welche für Intermediäre bei Massenprivatisierungen gelten und sich vergewissern, daß dieses Regelwerk absichtsgemäß funktioniert.**

**Begründung**

Massenprivatisierungen begünstigen das Entstehen von Marktintermediären, z.B. Investmentfonds und Kapitalanlagegesellschaften, und von einem Netz an Börsenmaklern und Händlern. Diese umfassen Personen, die die Marktmechanismen tatsächlich kennen, und solche, die eine Sachkenntnis bloß vorgeben. Investoren wissen bisweilen wenig um ihre Rechte als direkte Anteilseigner Bescheid, ebenso sind sie über ihre Rechte gegenüber Intermediären schlecht informiert. Ein Beweis dafür sind weitverbreitete Pyramidensysteme in einer Reihe von Ländern. Solche Konstruktionen haben zu schwerwiegenden wirtschaftlichen Verlusten, politischen und sozialen Unruhen und vereinzelt auch zu öffentlicher Gewalt geführt. Zum Schutze der Öffentlichkeit legt der Staat normalerweise rechtliche Rahmenbedingungen fest, die die Entstehung und die Arbeitsweise dieser Intermediäre regeln.

Um die Aktionäre vor einer möglichen Ausbeutung durch Intermediäre zu schützen kann die Regierung jedem Intermediär bestimmte Verpflichtungen gegenüber Kunden bzw. Aktionären in Hinblick auf ihre Investitions-/bzw. Veräußerungspolitik, die Offenlegung des finanziellen Erfolgs (der direkten Investitionen ebenso wie auch der Investitionen in Anlage- oder Treuhandfonds), und deren Beteiligung an der Unternehmensführung auferlegen. Die ORKB sollte prüfen, mit welchem Erfolg die Regulierungsbehörde ihre Überwachungs- und Durchsetzungsaufgaben in diesem Bereich wahrgenommen hat.

---

Richtlinie 26  
Der Verkaufsprozeß

### Thema

Wie sollte die ORKB die Transparenz, Effizienz und Angemessenheit des Verkaufsprozesses beurteilen?

### Bedeutung

Die erfolgreiche Durchführung eines Massenprivatisierungsprogramms hängt von einem ausreichendem Angebot an für den Erwerb interessanter Aktien und einer ausreichenden Nachfrage nach diesen ab. Fehlt es im Verkaufsprozess an Transparenz, Effizienz und Angemessenheit, so besteht die Möglichkeit, daß das Management der staatlichen Unternehmen, welche verkauft werden sollen, oder die staatlichen Verkäufer, die Gruppen solcher Unternehmen kontrollieren, die attraktivsten und wirtschaftlich leistungsfähigsten Unternehmen vom Verkauf ausschließen, oder den Verkaufsprozeß erheblich behindern oder verzögern. Dies läßt die Investitionsbereitschaft von Privatanlegern, welche den Verkaufsprozeß als unvereinbar mit diesen Anforderungen beurteilen, sinken und könnte den gesamten Prozeß vereiteln.

### Richtlinie

**Die ORKB sollte die wesentlichen Phasen des Verkaufsprozesses prüfen, einschließlich der Verbreitung der Informationen, des Ausschreibungsverfahrens, der Sammlung und Sichtung der Angebote, der Eintragung in die Eigentumsregister nach dem Verkauf, der Einhaltung der Erfordernisse der Unternehmensführung ("corporate governance") und des Verfahrens für die Börsenzulassung der Aktien des Unternehmens.**

### Begründung

Wenn die Regierung öffentliches Vertrauen in ihre Privatisierungsprogramme schaffen und die zum Verkauf anstehenden Unternehmen und die Allgemeinheit als Anleger erfolgreich einbinden möchte, muß der Verkaufsprozeß von allen Parteien als transparent, effizient und gerecht empfunden werden. Eine fehlende positive Beurteilung dieses Prozesses im Lichte der genannten Kriterien kann ausländische Anleger und multinationale Gesellschaften von einer späteren Beteiligung abhalten.

Zu Problemen, die in der Praxis aufgetreten sind, gehören unsichere Eigentumsverhältnisse, vor allem bei Grundstücken und Gebäuden, eine unzulängliche oder erst im Entstehen begriffene Rechtsordnung, und Zweifel an der Kreditwürdigkeit der Unternehmen und der Qualität des Managements.

Der Verkaufsprozeß schließt auch die Eintragung des Eigentums nach dem Verkauf ein. Die ORKB sollte die Ordnungsmäßigkeit der Anteilsregister und die Wirksamkeit der geltenden rechtlichen Regelungen prüfen. Von entscheidender Bedeutung ist die Möglichkeit der Aktionäre, Anteile eines Unternehmens ohne Einmischung oder Zustimmung des Managements kaufen und verkaufen zu können ("*open trading*"). Und

nicht zuletzt sollte im Verkaufsprozeß dafür gesorgt werden, daß die neuen Anleger über ihre Rechte als Aktionäre und das Management des neu privatisierten Unternehmens über seine Verpflichtungen in Hinblick auf die Unternehmensführung ausreichend informiert werden. Die ORKB wird auch zu prüfen haben, wie rasch die von der Regierung beauftragten Verkäufer den Verkaufsprozeß abgewickelt haben.

---

## **Teil 6: Auktionen**

### *Richtlinie 27*

#### *Bieterwettbewerb*

### **Thema**

Wie kann sich die ORKB Gewißheit verschaffen, ob der Wettbewerb zwischen den Bietern in gerechter Weise abläuft?

### **Bedeutung**

Es bedarf klarer Richtlinien um sicherzustellen, daß eine entsprechende Gruppe von Bietern von allen Informationen, die für den Auktionsprozeß von Bedeutung sind, Kenntnis besitzen, daß die Bieter in gutem Glauben teilnehmen, und daß das Ausleseverfahren transparent und gerecht durchgeführt wird.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, wie das Unternehmen auf seine Privatisierung vorbereitet wurde, und wie Informationen darüber zusammengestellt und veröffentlicht wurden. Dies umfaßt die Ankündigung der Auktion, die Zulassung und Eintragung von Bietern, die Berechnung des Erstgebotes und etwaiger Mindestangebote, die Sicherstellung, daß das gesamte Auktionsverfahren klar definiert und rechtlich korrekt abgewickelt wird, die Wahrung eines lautereren Wettbewerbes (auch auf Anzeichen für eine Absprache zwischen den Bietern ist zu achten), die Erteilung des Zuschlags und der schnelle Abschluß des Verkaufsprozesses.**

### **Begründung**

Die Abwicklung einer Auktion beginnt für die Verantwortlichen bei der Wahl einer klaren Bewertungsmethode. Der Wert eines Unternehmens oder seiner Aktiva ergibt sich im allgemeinen aus der Bilanz, bei hoher Inflation oft in Verbindung mit einem Multiplikator. Stark überhöhte Ausgangspreise könnten Interessenten von der Teilnahme abhalten und eine mögliche Absprache zwischen den Bietern begünstigen.

Es ist wichtig, daß die Öffentlichkeit über den Auktionsprozeß informiert ist und diesen unterstützt. Die ORKB wird zu prüfen haben, ob die Auktionsregeln rechtzeitig vor dem Auktionstermin bekanntgegeben wurden. Darüber hinaus ist eine klare Vorgangsweise erforderlich, um sicherzustellen, daß entsprechende Informationen über das zum Verkauf anstehende Unternehmen bzw. dessen Vermögenswerte verfügbar sind, welche es den Bietern gestattet, ihren gesetzlichen Sorgfaltspflichten ("*due diligence*") vor der Auktion entsprechend nachkommen zu können. Den Interessenten werden oft wesentliche Informationen im unmittelbaren Kontakt mit der Privatisierungsbehörde zur Verfügung

gestellt. Durch breit angelegte Werbe- und Aufklärungskampagnen kann jedoch die Teilnehmerbasis verbreitert werden. Die Organisatoren einer Auktion sollten auch klar festlegen, wer zu einer Auktion zugelassen ist. Zum Beispiel sollte eine Definition für Begriffe wie juristische und natürliche Person bekannt gegeben werden, ebenso wie Bestimmungen für ausländische Bieter.

Der Wettbewerb zwischen Bietern hat transparent zu sein. Vielfach verfolgen Bieter mit einer Auktion verschiedene Zielsetzungen. Die Interessen eines ausländischen Anlegers und eines Unternehmensmitarbeiters bei dem Erwerb eines Vermögenswertes sind nicht identisch. Unter den Bietern kann es zu Streitigkeiten kommen. Die für die Auktion Verantwortlichen haben sowohl inhaltlich als auch in ihrem Auftreten Objektivität zu wahren. Dies kann durch die Einsetzung einer eigenen Kommission erreicht werden. Diese Kommission könnte bei Unregelmäßigkeiten im Verfahren eingreifen. Besteht eine solche Kommission, so hat sich die ORKB davon zu überzeugen, daß die Kommission bei der Unterzeichnung der Verhandlungsdokumente sowie bei der Hinterlegung des vereinbarten Betrages anwesend war. Im Falle von Berechtigungsscheinen ist deren Vernichtung zu überwachen.

Die ORKB wird zu prüfen haben, ob die Kommission bzw. die sonstigen für die Auktion Verantwortlichen Maßnahmen in die Wege geleitet haben um sicherzustellen, daß die Bieter jegliche Auflagen zum Schutz gegen Manipulationen erfüllt haben, z.B. die Verpflichtung der Namhaftmachung der Bieter.

Die ORKB wird zu prüfen haben, ob allen Parteien die gleichen Informationen zugänglich gemacht wurden, ob die Methoden und Regelungen für die Unterbreitung von Angeboten klar definiert wurden, ob die Ausschreibung von einer Organisation abgewickelt wurde, deren Interessen nicht in Konflikt mit dem Ergebnis stehen, und ob die Auktion selbst einer breiten Öffentlichkeit zugänglich war. Bei Nichterfüllung dieser Auflagen kann es zu einem Vertrauensverlust in die angemessene Abwicklung der Auktion seitens der Bieter und der Öffentlichkeit kommen und die für den Erfolg einer Auktion wesentliche Wettbewerbsdynamik verloren gehen.

---

## *Richtlinie 28*

### *Das Verkaufsverfahren*

#### **Thema**

Wie kann die ORKB sicherstellen, daß ein Verkauf durch Auktion zum Abschluß eines Rechtsgeschäftes gegen Entrichtung des vereinbarten Kaufpreises führt?

#### **Bedeutung**

Das Verkaufsverfahren beginnt mit der anfänglichen Registrierung und endet mit einer Absicherung über die Wahrung der Eigentumsrechte. Diese Registrierung ist wichtig, da sie dem Verkäufer gestattet, die Bietergruppe auf solche Bieter zu beschränken, die gegebenenfalls die rechtmäßige Eigentümerschaft des Unternehmens übernehmen können. In dieser Phase können die Bieter auch vertraglich zur Einhaltung der Auflagen für die Auktion verpflichtet und bei Nichteinhaltung mit Strafen sanktioniert werden. Die Richtlinien für den Eigentumsübergang müssen sowohl für den Käufer als auch für die

Organisatoren klar sein und auf rechtlicher Grundlage beruhen. Bei der Übereignung von Staatsbesitz an den Käufer nach einer Auktion stellen sich eine Reihe zu behandelnder Fragen, z.B. die Errichtung eines Treuhandfonds (oder eines bestimmten Bankkontos) für den Auktionserlös, oder die Frage wie und an welche staatliche Organisationen der Verkaufserlös zugewiesen werden soll.

## **Richtlinie**

**Die ORKB sollte die Eintragungs- und Verkaufsverfahren bei einer Auktion von Anfang bis Ende überprüfen. Dies beinhaltet auch die Frage, ob ein hinreichender Anreiz für erfolgreiche Bieter gegeben war, ihren Verpflichtungen nachzukommen, ob die Übereignung auf der Grundlage der Gesetze und sonstiger rechtlicher Bestimmungen und Vorschriften durchgeführt wurde, und ob Streitschlichtungsverfahren zwischen Verkäufer und Käufer vorgesehen waren.**

## **Begründung**

Der gewünschte Erfolg einer Auktion steht fest: der Bieter übernimmt den Besitz eines ehemaligen staatlichen Unternehmens oder Vermögenswertes gegen Entrichtung des gesamten Kaufpreises an den Verkäufer. Ein abgeschlossenes Auktionsverfahren ist jedoch nicht einem Verkauf gleichzusetzen. Die Erfahrung lehrt, daß Bieter bei fehlendem Anreiz bei der Ersteintragung den Kaufpreis über den Marktwert lizitieren ohne die Absicht zu haben, diesen später zu begleichen. Die ORKB wird zu prüfen haben, welche Vorkehrungen gegen derartige Risiken getroffen wurden. In einigen Ländern haben Bieter einen bestimmten Betrag als Kautions hinterlegen. Andererseits kann das Erfordernis der Kautions hinterlegung zu einer Wettbewerbsbeschränkung führen, wenn eine Reihe von Unternehmen gleichzeitig versteigert werden. Die Auktionsregeln können zum Beispiel vorsehen, daß die vom Bieter entrichtete Eintragungsgebühr bei Säumigkeit verfällt und dem Bieter des nächsthöheren Gebotes das Recht eingeräumt wird, das Unternehmen bzw. den Vermögenswert zum gleichen Preis zu erwerben. Diese und ähnliche Bestimmungen und Verfahrensweisen sollten vor der Durchführung der Auktion bekannt gemacht werden. Wenn die Verkaufsabwicklung und die Abschlußurkunden nicht den gesetzlichen Anforderungen entsprechen, könnte der Verkauf selbst für ungültig erklärt werden. Dies würde auch die Glaubwürdigkeit der Organisatoren einer Auktion in Frage stellen, daß sie imstande sind, Eigentumsübertragungen abzuwickeln und das Vertrauen der Anleger untergraben.

Die ORKB wird zu prüfen haben, wie ein Treuhandfonds errichtet und überwacht wurde. Die Zuteilung der Erlöse sollte überprüft werden, um die Interessen der verschiedenen Begünstigten festzustellen. Die ORKB wird auch zu prüfen haben, inwieweit die Auktionsmethode (öffentliche Angebotsabgabe oder versiegelte schriftliche Angebotslegung) zu einer Erlösmaximierung geführt hat.

Die Unterstützung der Käufer nach einer Auktion ist von Bedeutung, da die Übertragung erst dann abgeschlossen ist, wenn der neue Eigentümer alle Rechte an dem Unternehmen oder Vermögenswert erworben hat. Die Festlegung von Verfahren zur Lösung möglicher Konflikte, z.B. zwischen den neuen Eigentümern und den früheren Managern, trägt zu einem Abschluß der Übereignung bei und stärkt das Vertrauen der Öffentlichkeit in das Auktionsverfahren. Darüber hinaus sind die

Weiterveräußerungsrechte der neuen Eigentümer klar zu definieren, um das Vertrauen der Anleger zu stärken.

---

## **Teil 7: Wertpapieremissionen**

### *Richtlinie 29*

#### *Die Rolle des Verkäufers*

### **Thema**

Was sollte die ORKB in ihrer Beurteilung der Rolle des Verkäufers bei Wertpapieremissionen berücksichtigen?

### **Bedeutung**

Sogar in hochentwickelten Marktwirtschaften mit modernen Finanzmärkten und Zugriff zu ausländischen Anlegern kann die Emission von Wertpapieren eine große Herausforderung darstellen. Staatliche Emissionen übertreffen private Aktienverkäufe oft bei weitem. Dort, wo durch die Emission ein neues Marktsegment geschaffen wird, kann sie mit Unsicherheiten behaftet sein, insbesondere wenn es dem Unternehmen, solange es in staatlichem Besitz war, nicht gelungen ist, öffentliches Vertrauen zu erwecken. Unter solchen Umständen ist der Verkäufer mit widersprüchlichen Risiken konfrontiert. Einerseits kann er den Aktienkurs unterbewerten und damit eine Nachfrage erzeugen, die nicht befriedigt werden kann. Dies führt zu einer Diskreditierung des Verfahrens in den Augen der Öffentlichkeit, welche mit ansehen muß, wie sich einer Minderheit auf Kosten der Allgemeinheit bereichert. Andererseits besteht die Gefahr einer Überbewertung, sodaß sich die Investoren betrogen fühlen und ihre Bereitschaft zur Teilnahme an künftigen Emissionen sinkt. Es liegt in der Verantwortung des Verkäufers eine Verkaufsstrategie zu formulieren, die beide Risiken abwägt und gleichzeitig ein Ergebnis sicherstellt, das von der Öffentlichkeit als Erfolg wahrgenommen wird und dadurch den Weg für zukünftige Emissionen ebnet.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, ob der Verkäufer eine sorgfältige Emissionsstrategie erarbeitet hat, die mittel- und langfristige Privatisierungsziele berücksichtigt.**

### **Begründung**

Insbesondere zu Beginn eines nationalen Privatisierungsprogramms kann die Durchführung einer Wertpapieremission eine große Herausforderung darstellen. Es kann Ungewißheit darüber herrschen, wie der Markt auf das Angebot reagiert. Vor allem bei der Kursfestsetzung können ernsthafte Schwierigkeiten entstehen, insbesondere wenn die Emission ein neues Marktsegment schafft. Die Erfahrung zeigt, daß es in der Anfangsphase von Privatisierungen für den Verkäufer sehr schwierig sein kann, einen angemessenen Kurs zu erzielen, da die Anleger an beträchtlichen substantiellen Wertzuwächsen interessiert sind. Gleichmaßen weiß man, daß der Staat, wenn er einmal die Machbarkeit eines Börsengangs für ein staatliches Unternehmen unter Beweis gestellt hat, an Zuversicht und Sachkenntnis gewinnt, für den Steuerzahler zunehmend bessere Erfolge erzielen kann und gleichzeitig den Anlegern günstige

Geschäftsmöglichkeiten bietet. Die ORKB sollte prüfen, mit welchem Erfolg die Verkäufer bei der Entwicklung von Strategien für nachfolgende Wertpapieremissionen auf diesen Erfahrungen aufbaut.

---

### *Richtlinie 30*

#### *Die Abwicklung der Wertpapieremission durch den Verkäufer*

### **Thema**

Wie sollte die ORKB die Abwicklung von Wertpapieremissionen seitens des Verkäufers beurteilen?

### **Bedeutung**

Eine fundierte Strategie ist der erste wichtige Schritt zur Sicherung des Erfolges einer Wertpapieremission. Danach ist diese Strategie durch eine wirksame Abwicklung des Verkaufs gezielt umzusetzen. Davon hängt im besonderen ab, ob es dem Staat gelingt, vorbehaltlich der Erreichung anderer Zielsetzungen (z.B. Streuung des Aktienbesitzes, Emission der Anteile innerhalb einer bestimmten Frist, Vermittlung eines Erfolgseindruckes), den Nettoerlös aus dem Verkauf zu maximieren. Es gibt mehrere Methoden für die Begebung von Aktien, aber keine allgemein anwendbare Faustregel. In einigen Fällen könnte sich der stufenweise Verkauf von Anteilen als zweckmäßig erweisen, z.B. wenn Unsicherheiten über die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt bestehen. Die Erfahrungen aus dem Verkauf der ersten Tranche sollten dem Verkäufer eine genauere Kursfestsetzung für die zweite Tranche ermöglichen.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, mit welcher Wirksamkeit der Verkäufer die Wertpapieremission im Hinblick auf die Ziele durchgeführt hat, und welche Gründe für Kursunterschiede zwischen dem Ausgabekurs, inklusive eines beabsichtigten Wertzuwachses und dem Kurs am Sekundärmarkt verantwortlich waren.**

### **Begründung**

Eine kompetente Abwicklung des Verkaufs durch den Verkäufer kann zu einer beträchtlichen Steigerung des Nettoerlöses aus einer Wertpapieremission führen. Der Verkäufer hat eine große Anzahl von Faktoren zu berücksichtigen, deren Folgen von Fall zu Fall unterschiedlich sein können. Die ORKB hat alle wesentlichen Aspekte der Verkaufsabwicklung durch den Verkäufer zu erarbeiten und zu prüfen, etwa ob der festgelegte Kurs von allen maßgeblich Beteiligten akzeptiert wurde (z.B. durch Anmeldung von Erwerbsabsichten, siehe Richtlinien [31](#) und [35](#)), oder ob Meinungsverschiedenheiten bestanden?

Eine schrittweise Vorgehensweise kann das Risiko der Festlegung eines unrichtigen Ausgabekurses verringern, da erfahrungsgemäß in Anbetracht der tendenziellen Unterbewertung durch den Staat ein stufenweiser Verkauf langfristig höhere Erlöse einbringt. In einem Fall wurden alle Aktien gleichzeitig verkauft. Weil sie stark unterbewertet waren, mußte die betroffene staatliche Behörde einen erheblichen



Erlösentgang hinnehmen. Die Behörde war sich darüber im klaren, daß sie von der ORKB und vom Parlament stark kritisiert werden würde. Daher wurde entschieden, in zwei großen nachfolgenden Emissionen zunächst nur 60 Prozent der Aktien zu plazieren.

Bei einem schrittweisen Verkauf von Aktien wird die ORKB zu prüfen haben, ob der Verkäufer nach der Erstemission alle zur Verfügung stehenden Informationen über die Zukunftsaussichten des Unternehmens berücksichtigt und bei der Terminfestlegung, der Kursfestsetzung und dem Volumen der nachfolgenden Emissionen in Betracht gezogen hat. In den zwei erwähnten Fällen, bei denen zu Beginn lediglich 60% der Aktien verkauft wurden, konnte der Verkäufer später die restlichen 40% der Aktien in einer Reihe gut geplanter Verkäufe unterbringen, die dem Steuerzahler zusätzliche Erlöse in der Höhe von 3,5 Mrd. USD einbrachten.

---

### *Richtlinie 31*

### *Plazierung mittels Übernahme- und Begebungskonsortien ("Underwriting")*

#### **Thema**

Wie sollte die ORKB die Einschaltung von Übernahme- und Begebungskonsortien beurteilen?

#### **Bedeutung**

Übernahme- und Begebungskonsortien spielen bei der Veräußerung von Aktien traditionell eine wichtige Rolle, ungeachtet ob es sich um öffentliche oder private Zeichnungsangebote handelt. Die führenden Finanzberater des Verkäufers stellen ein Übernahme- und Begebungskonsortium - meist Investmentbanken - zusammen, das sich verpflichtet, gegen Gebühr (Begebungs- und Übernahme provision) das Risiko für die Emission zu übernehmen, d.h. alle am Markt nicht abgesetzten Anteile selbst zu kaufen. In der Praxis wird der Angebotskurs vom Konsortium oft selbst festgelegt, da dieses der Emissionsübernahme nur zustimmen wird, wenn es mit dem Kurs einverstanden ist. Übernahmekonsortien sind zumeist risikoscheu, sodaß der Verkäufer oft zweifach bezahlt: zum einen die Gebühren selbst (als eine Art von Versicherungsprämie) und zum anderen den entgangenen Erlös, da das Konsortium kein wirkliches Risiko eingehen möchte.

Vielfach kann jedoch der Staat als Verkäufer dieses Risiko übernehmen und die Kosten einer Wertpapieremission verringern. Zunehmend wird auch auf die Einschaltung von Übernahme- und Begebungskonsortien gänzlich verzichtet. Die Erfahrung zeigt, daß der Verzicht auf Einschaltung solcher Konsortien den Verkauf von Aktien nicht nachteilig beeinflußt und die Begebung von Aktien dementsprechend höhere Nettoerlöse erbracht hat.

#### **Richtlinie**

**Der Staat ist vielfach am besten in der Lage, Risiken zu übernehmen. Im Falle von Konsortialübernahmen sollte die ORKB die Gründe dafür und die Auswirkungen auf den Nettoerlös aus dem Verkauf prüfen.**

#### **Begründung**



Mit zunehmender Erfahrung in der Durchführung von Wertpapieremissionen haben die Verkäufer auch Alternativen zur Einschaltung von Übernahme- und Begebungskonsortien gefunden, die es ihnen ermöglichen, die Kurse so festzulegen, daß alle angebotenen Aktien bei gleichzeitiger Maximierung des Nettoerlöses abgesetzt werden können. Eine dieser Alternativen wäre es, die institutionellen Anleger und Banken zu überzeugen, noch vor der Kursfestsetzung ihre Erwerbsabsichten von Aktien zu verschiedenen Kursen anzumelden ("*bookbuilding*"). Die ORKB sollte prüfen, ob der Verkäufer alle Möglichkeiten zur Vermeidung oder zumindest Verringerung der Übernahmekosten in Hinblick auf einen guten Verkaufserfolg ausgeschöpft hat.

---

### *Richtlinie 32*

#### *Anreize für Management und Mitarbeiter*

### **Thema**

Wie sollte die ORKB die den Managern oder Mitarbeitern im Rahmen einer Wertpapieremission gewährten Anreize wie die Zuteilung von Aktien oder Aktienbezugsrechten beurteilen?

### **Bedeutung**

Bei einer Privatisierung ist es zweckdienlich, sich die Mitarbeit des Managements, der Angestellten und der Gewerkschaftsvertreter des Unternehmens zu sichern. Der Erfolg des Unternehmens nach der Privatisierung hängt stark von deren Wohlwollen und Anstrengungen ab. Viele Mitarbeiter werden den Verlust ihres Arbeitsplatzes befürchten. Die kostenlose oder preisgünstige Zuteilung eines Teils der Aktien könnte einen Anreiz zur Kooperationsbereitschaft darstellen. Dabei hat der Verkäufer auf ein ausgewogenes Verhältnis zwischen der Einräumung von Anreizen für die Angestellten einerseits, und der Maximierung des Verkaufserlöses für den Staat andererseits anzustreben. Gleichzeitig ist im Auge zu behalten, daß jede Entscheidung im Einzelfall Präzedenzwirkung für zukünftige Emissionen haben könnte. Es ist wichtig sicherzustellen, daß das Management eines Unternehmens keinen ungebührlichen Einfluß auf Entscheidungen über die Gewährung von Aktienbezugsrechten an sich selbst nimmt.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, ob Anreize wie z.B. die Zuteilung von Aktien zu Vorzugsbedingungen dem Management und den Angestellten geboten wurden, wie deren Interessen gegenüber den Interessen der anderen Investoren in dem privatisierten Unternehmen und den Interessen des Staates in Einklang gebracht wurden, und ob die Bedingungen für die vorzugsweise Zuteilung im voraus öffentlich bekanntgegeben wurden.**

### **Begründung**

Im Interesse eines bestmöglichen Erfolges bei der Zuteilung von Anteilen oder Aktienbezugsrechten sollte der Verkäufer die besonderen Anforderungen der Emission mit der Notwendigkeit der Wahrung von Grundsätzen wie Gerechtigkeit (zwischen den

verschiedenen Gruppen von Mitarbeitern), Wirtschaftlichkeit und Einheitlichkeit (zwischen Emissionen) in Einklang bringen.

Die Zuteilung von Anteilen oder Aktienbezugsrechten ist eine heikle Frage und kann öffentliches Interesse und Kontroversen hervorrufen. Deshalb wäre es zweckmäßig, wenn der Verkäufer noch vor dem Zeichnungsangebot öffentlich bekanntgibt, welchen Managern und Mitarbeitern welche Anreize wie z.B. Aktien (unter Angabe von Anzahl, Wert und Kurs sowie anderer Vorrechte) eingeräumt werden sollen. Während die Einräumung solcher Vorrechte den Widerstand der Angestellten gegenüber einer Privatisierung verringern können, könnte eine schlecht geplante Zuteilung (z.B. mit allzu großzügigen Begünstigungen für die oberste Führungsebene) die gegenteilige Wirkung auslösen. Das Management eines Unternehmens ist vielleicht an der Gewährung derartiger Anreize aufgrund ihrer wahrscheinlichen positiven Auswirkungen auf die Motivation der Mitarbeiter nach dem Verkauf interessiert. In einem solchen Fall stellt sich die Frage, ob diese Kosten überhaupt zu Lasten des Verkäufers gehen sollten. Ein wichtiger Faktor zur Sicherung des öffentlichen Vertrauens in den Prozeß ist die Offenlegung. Die ORKB hat daher die Umsetzung solcher Programme zu prüfen um festzustellen, ob eine durchgängige Kohärenz aufrechterhalten wurde, ob die mit der Gewährung von Anreizen verfolgten Zielsetzungen verwirklicht wurden, und ob die Interessen des Managements und der Mitarbeiter gegenüber den Interessen der Anleger und Steuerzahler abgewogen wurden.

---

### *Richtlinie 33*

#### *Anwerbung von potentiellen Anlegern*

#### **Thema**

Welche Punkte sollte die ORKB bei ihrer Prüfung, wie der Verkäufer potentielle Anleger für den Erwerb von Anteilen angeworben hat, beachten?

#### **Bedeutung**

Der Erfolg einer Wertpapieremission hängt von der Fähigkeit des Verkäufers ab, in Hinblick auf die besonderen Ziele einer Emission bei den geeignetsten Anlegergruppen Interesse zu wecken und zu fördern. Zu den potentiellen Anlegern gehören Einzelpersonen und institutionelle Anleger im Inland ebenso wie im Ausland. Wichtig dabei ist es, die in- oder ausländischen Marktsegmente mit dem größten Interesse an einer Wertpapieremission zu erkennen. Gelingt es dem Verkäufer, unter den verschiedenen Gruppen potentieller Investoren ein Wettbewerbsklima zu erzeugen, wird er die Anteile wahrscheinlich zu einem guten Preis unterbringen können. Längerfristig hängt der Erfolg davon ab, ob Investoren gefunden werden können, die die Anteile in ihrem Besitz zu behalten, ebenso wie von einer großen Streuung und von einem geordneten Handel auf dem Sekundärmarkt. Je größer der Streubesitz, desto eher wird die Öffentlichkeit das Privatisierungsprogramm unterstützen.

#### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, mit welchem Erfolg der Verkäufer den Markt für die Anteile ausgelotet und den Wettbewerb zwischen den verschiedenen Investorengruppen angeregt hat.**

### **Begründung**

Der Verkäufer wird darauf zu achten haben, ob der heimische Kapitalmarkt die gesamte Emission aufnehmen kann. Im gegenteiligen Fall wird er zumindest einen Teil der Emission auf dem internationalen Markt plazieren müssen. Wenn mit der Wertpapieremission bezweckt wird, den Aktienbesitz direkt oder indirekt unter Privatanlegern zu streuen, hat der Verkäufer die Frage zu prüfen, wie viele Anteile auf diese Weise zugeteilt werden sollten, etwa durch Gratisaktien oder die Einräumung von Sonderkonditionen (z.B. Ratenzahlungen), mittels derer Privatanleger angeworben werden sollen.

Wenn besondere Förderungen für Privatanleger angeboten werden könnte es sich als zweckmäßig erweisen, weitere Anreize zu gewähren (z.B. günstigere Preise für vom Unternehmen erbrachte Leistungen), da diese die Käufer überzeugen, ihre Anteile zu behalten. Allerdings kann der Versuch, Einzelpersonen zum Kauf von Anteilen zu bewegen, im Falle von Wertverlusten auch die gegenteilige Wirkung hervorrufen.

Ungeachtet dessen, ob der Verkäufer einen höheren Streubesitz unter Privatanlegern anstrebt oder nicht, haben erfolgreiche Wertpapieremissionen gezeigt, daß zur Erzielung des bestmöglichen Preises ein Wettbewerb zwischen den institutionellen Anlegern und Privatanlegern wünschenswert ist. So könnten institutionelle Anleger etwa von der Absicht unterrichtet werden, bei mangelnder Nachfragedynamik während der Anmeldung ihrer Erwerbsabsichten eine höhere Zuteilungsrate an Privatanleger vorzusehen.

Die Beteiligung großer Investmentgesellschaften läßt sich am besten über einen Direktverkauf erreichen. Ebenso ist es möglich, solche Investoren für eine Beteiligung an Wertpapieremissionen zu gewinnen. Der Erfolg einer bestimmten Emission und möglicher Nachfolgeemissionen kann von der Anwerbung der richtigen Investoren und einer breiten Streuung der Anteile abhängen. Der Einsatz besonderer Anreize zur Anwerbung bestimmter Gruppen von Investoren bedarf einer eingehenden Prüfung durch die ORKB.

---

### *Richtlinie 34*

### *Der Markt der Privatanleger*

### **Thema**

Wie sollte die ORKB bei Wertpapieremissionen die Wirksamkeit des Verkaufs an Privatanleger beurteilen?

### **Bedeutung**

Bei einer an Privatanleger gerichteten Wertpapieremission ist das wirksame Marketing der Schlüssel für die Erzielung eines guten Preises und eine Notwendigkeit, wenn der Verkäufer eine größere Streuung oder Festigung von Aktienbesitz anstrebt.

## **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, ob der Verkäufer ein Konzept für die Vermarktung von Anteilen an Privatanleger hatte, ob dieses Konzept mit den Verkaufszielen in Einklang stand, und wie wirksam dieses Konzept umgesetzt wurde.**

## **Begründung**

Die Gründe sind mannigfaltig, warum ein Verkäufer bei einer Wertpapieremission das Interesse von Privatanlegern wecken möchte: die Erhöhung des privaten Aktienbesitzes in Unternehmen, die Gewinnung öffentlicher Akzeptanz von Privatisierungsverfahren, die Erschließung zusätzlicher Geldquellen neben dem Finanzapparat, und die Schaffung eines Wettbewerbsklimas bei der Kursfestsetzung.

Die Planung und Formulierung einer Vermarktungsstrategie hat sich in der Praxis bewährt. Für die ORKB sollte nachvollziehbar sein, inwieweit diese Strategie bei den einzelnen Maßnahmen in der Praxis befolgt wurde. Die Prüfung der Marketingstrategie des Verkäufers sollte auch die Gründe für einen Verkauf an Privatanleger berücksichtigen.

Die Verkaufsziele des Verkäufers und die Ziele der Vermarktung müssen nicht immer übereinstimmen. Die angestrebte Förderung von Aktienbesitz würde für die Festsetzung eines niedrigen Kurses sprechen, um den neuen Anteilseignern unmittelbar eine zufriedenstellende Rendite ihrer Investition zu ermöglichen. Dem widerspricht die Zielsetzung der Kursmaximierung. Die Einbindung von Privatinvestoren bedeutet jedoch nicht unbedingt eine Gefährdung des angestrebten Kurses. Die Nachfrage von Seiten der Privatanleger kann als wirksames Mittel, institutionelle Investoren unter Konkurrenzdruck zu setzen, angewandt werden und somit zu einem höheren Kursniveau als es bei fehlender Nachfrage seitens der Privatanleger führen. Vermarktung kann auch bedeuten, Privatinvestoren solche Kaufanreize zu bieten, die Großanlegern nicht angeboten werden. Die ORKB sollte prüfen, ob der Aufwand für diese Anreize kontrolliert wird und in einem angemessenen Verhältnis zu den Vermarktungszielen steht. Die Gewährung großer Anreize wäre beispielsweise unangemessen, wenn das einzige Ziel der Förderung von Privatanlegerinteressen darin liegt, ausgewählte Privatanleger zu finden, die bereit sind, für eine große Anzahl an Aktien als Bieter aufzutreten.

In der Regel bestehen strenge Auflagen bezüglich der Informationen, welche potentiellen Anlegern bei einer Emission erteilt werden dürfen. Die ORKB wird zu untersuchen haben, ob der Verkäufer die Vermarktungskampagne in Hinblick die Einhaltung dieser Auflagen überprüft hat.

---

### *Richtlinie 35*

### *Festsetzung der Aktienkurse*

## **Thema**

Welche Hauptthemen sollte die ORKB bei ihrer Prüfung der Kursfestsetzung von Aktien in einer Emission beachten?

## **Bedeutung**

Unsicherheiten am Markt und der Zeit- und Erfolgsdruck im Rahmen eines Verkaufes können eine Unterbewertung der Aktien und in der Folge eine beträchtliche Überzeichnung bewirken und zu Enttäuschung der Anleger und zu Mindererlösen für den Verkäufer führen.

## **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, welche Maßnahmen der Verkäufer gesetzt hat, um die wahrscheinliche Nachfrage bei verschiedenen Kursniveaus zu ermitteln und inwieweit unter den gegebenen Umständen des Verkaufs die bestmöglichen Praktiken in der Entscheidung über den Umfang der Emission und die Höhe des Verkaufspreises berücksichtigt wurde.**

## **Begründung**

Kurssteigerungen nach dem Verkauf, welche weit über dem allgemeinen Anstieg des Aktienkursniveaus liegen, können auf mangelnden Angebotswettbewerb im Verkauf, auf eine mögliche Unterbewertung seitens des Verkäufers, oder auf beides hindeuten. Mit der Emission von Anteilen verfolgt der Verkäufer im allgemeinen eine Reihe konkurrierender Ziele, die sich auf die Kursfestsetzung auswirken. Der Verkäufer kann beispielsweise eine Erlösmaximierung und gleichzeitig den Abschluß des Verkaufes innerhalb einer veröffentlichten Frist anstreben oder bestrebt sein, den privaten Aktienbesitz zu streuen und zu festigen. Das Vorhandensein derartiger Zielkonflikte rechtfertigt jedoch nicht, daß der Verkäufer Bemühungen unterläßt, um das Unternehmen bestmöglichst zu verkaufen.

Mit zunehmender Erfahrung gelingt es den Verkäufern immer besser, ausgeklügelte Methoden zur Schaffung eines Wettbewerbsklimas zwischen privaten, institutionellen und ausländischen Anlegern anzuwenden und die mögliche Nachfrageintensität bei verschiedenen Kursniveaus zu bestimmen. Dadurch kann die Kursfestsetzung im Sinne einer Erlösmaximierung erfolgen. Eine dieser Methoden ist die Anmeldung der Erwerbsabsichten ("bookbuilding"). Hier werden die Kurse nach Beendigung der Angebotsperiode aufgrund der vorgelegten Angebote der Investoren festgelegt und die Investoren aufgefordert anzugeben, wie viele Anteile sie bei unterschiedlichen Kursniveaus zu erwerben beabsichtigen. Am Ende des Verfahrens kann ein Kurs festgelegt werden, der sowohl die Anlegernachfrage und die allgemeine Börseentwicklung bis zum Ende der Emission berücksichtigt. Ein gegensätzliches Beispiel ist der Verkauf der Anteile an Intermediäre zum Weiterverkauf an Anleger zu einem garantierten Übernahmekurs, wo keine eindeutigen Angaben über die Anlegernachfrage bei verschiedenen Kursen bestehen. In einem solchen Fall ist die Erreichung eines größtmöglichen Erlöses ernsthaft gefährdet (siehe [Richtlinie 31](#)).

Auch wenn dem Verkäufer die bestmögliche Beratung und Techniken bei der Festlegung der Aktienkurse zur Verfügung stehen, die in Übereinstimmung mit den anderen Zielsetzungen einen maximalen Erlös garantieren sollen, kann dies oft nicht mit voller Zuversicht erfolgen, etwa wenn ein Markt nicht besteht. Diese Tatsache war bei einer Reihe größerer Emissionen der Grund für massive Unterbewertungen. Angesichts derartiger Unsicherheiten kann es für den Verkäufer zweckmäßiger sein, sich für einen schrittweisen Verkauf der Anteile zu entscheiden (siehe [Richtlinie 30](#)).

---

## **Thema**

Worauf sollte die ORKB bei der Prüfung der Zuteilung an die Anleger durch den Verkäufer Augenmerk legen?

## **Bedeutung**

Der Verkäufer wird zur Sicherung eines bestmöglichen Kurses bestrebt sein, unter den verschiedenen Gruppen von potentiellen Anlegern ein Wettbewerbsklima zu erzeugen. Dies kann einerseits durch eine Bekanntgabe der Zuteilungspolitik vor dem Verkauf geschehen. Damit wird die Begrenztheit des Angebotes zum Ausdruck gebracht. Ein Wettbewerbsklima kann auch durch eine Bekanntgabe einer geplanten Zuteilung an langfristige Anleger erzeugt werden, weil damit das wahrgenommene Risiko reduziert wird, daß Anteile unmittelbar nach dem Verkauf zur Realisierung eines Sofortgewinns weiterveräußert werden könnten.

Mangelnde Sorgfalt im Zuteilungsverfahren und eine von den Anlegern als ungerecht empfundene nachfolgende Zuteilung der Anteile kann die Glaubwürdigkeit des Verkäufers beeinträchtigen und sich nachteilig auf zukünftige Verkäufe auswirken.

## **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, ob der Verkäufer die Zuteilung der Anteile steuern konnte, welche Zuteilungskriterien maßgeblich waren, ob diese Kriterien durch den Verkäufer umgesetzt wurden und ob die Zuteilung auf objektiver und systematischer Grundlage in Übereinstimmung mit den Kriterien erfolgte.**

## **Begründung**

Bei einer Wertpapieremission hat der Verkäufer zwischen drei Hauptgruppen von potentiellen Anlegern zu unterscheiden: institutionelle, private und ausländische Anleger. Die Zuteilungspolitik hängt von den Verkaufszielen des Verkäufers ab. So kann etwa der Verkauf eines erheblichen Anteils der bei Großprivatisierungen zu erwerbenden Anteile an Privatpersonen ein wesentlicher Aspekt einer staatlich gewollten Förderung von Aktienbesitz sein. Die Anwerbung von Privatanlegern kann ein charakteristisches Merkmal bei Emissionen sehr großen Umfangs sein, um institutionelle Anleger zur Abgabe realistischer Angebote zu bewegen (Wettbewerbsdruck). Der Verkäufer wird zur Erzielung des bestmöglichen Erlöses um eine Überzeichnung der Emission bemüht sein.

In einem solchen Fall besteht die Möglichkeit, daß nicht alle Anleger in vollem Ausmaß ihres Angebotes oder überhaupt bedient werden können. Deshalb hat der Verkäufer seine Zuteilungspolitik vor dem Verkauf eindeutig bekanntzugeben um sicherzustellen, daß sich die Investoren der Grundlagen für die Zuteilung der Anteile bewußt sind.

---

## Thema

Welche Faktoren sollte die ORKB berücksichtigen, wenn sie entscheidet, die Kurssicherungsmaßnahmen für junge Aktien nach einer Begebung auf dem Primär- oder Sekundärmarkt zu prüfen?

## Bedeutung

Sofern es dem Verkäufer nicht gelingt, den Markt von der Unwahrscheinlichkeit eines Kursverfalls nach der Erstemission oder einer größeren Sekundäremission zu überzeugen, wird es schwierig sein, einen möglichst hohen Kurs für den Verkauf der Anteile zu erzielen.

## Richtlinie

**Die ORKB sollte das Ergebnis von Kurssicherungsmaßnahmen ermitteln und feststellen, in welchem Maße der Verkäufer die verschiedenen Möglichkeiten der Kurssicherung in Einklang mit den Bestimmungen zur Marktregulierung berücksichtigt hat, wie mögliche Sicherungen finanziert und wie die Risiken und Handelsgewinne/-verluste aufgeteilt wurden.**

## Begründung

Kurssicherungsmaßnahmen werden bei Großemissionen unter anderem bei globalen öffentlichen Zeichnungsangeboten zusammen mit anderen Instrumenten wie z.B. dem "bookbuilding" (siehe [Richtlinie 33](#)) angewandt, da Kapitalanleger in Unternehmen - die vielfach einen wesentlichen Wirtschaftsfaktor darstellen - als Gegenleistung für ein höheres Kursangebot eine Absicherung benötigen, daß es zu keinem Kurssturz im unmittelbaren Sekundärhandel kommt.

Das Risiko des Wertverlustes nach einer Privatisierung im Zuge eines breitangelegten Verkaufes durch die Zuweisung von Anteilen an Langzeitinvestoren verringern läßt. Investoren die Sicherheit einer stabilen Situation nach der Emission von Anteilen vermittelt werden, wenn Vorkehrungen getroffen werden, die es dem Verkäufer oder einem Vermittler gestatten, einen Teil der neu ausgegebenen Anteile während einer bestimmten Zeitspanne nach dem Verkauf zum Angebotspreis des Verkäufers auf der Aktienbörse zu erwerben. Solche Vorkehrungen müssen selbstverständlich den Bestimmungen der betreffenden Börse entsprechen, um sicherzustellen, daß sich der Verkäufer nicht der Gefahr aussetzt, der Marktmanipulation bezichtigt zu werden. In mehreren umfangreichen Anteilsverkäufen haben solche Vorkehrungen relativ gut gewirkt und zur Erzielung eines guten Kurses beigetragen. In einem Fall jedoch konnten die Verkäufer nicht alle zum Verkauf bestimmten Anteile absetzen, was deren unmittelbaren Verkaufserlös gemindert hat. Später gelang es jedoch, diese Anteile mit einer ansehnlichen Gewinnspanne zu veräußern.

Für die Kurssicherung besteht eine Reihe von Möglichkeiten. Beispielsweise kann die Institution, welche den Verkauf im Namen des Verkäufers abwickelt ("*global co-ordinator*")



- manchmal in Zusammenarbeit mit dem von ihr angeführten Konsortium von Finanzintermediären - sich verpflichten, den Ausgabekurs am Sekundärmarkt im Gegenzug für einen prozentuellen Anteil an der Emission zu stützen. Ein anderes Beispiel wäre der Fall, wo der global co-ordinator berechtigt, nicht aber verpflichtet ist, dem Verkäufer zusätzliche Anteile zum Ausgabekurs abzukaufen, etwa innerhalb einer Frist von 30 Tagen nach der Zuteilung der Anteile.

---

## **Teil 8: Verkaufskosten**

### *Richtlinie 38*

#### *Verpflichtung externer Berater*

### **Thema**

Welche Kosten/Nutzenfaktoren sollte die ORKB berücksichtigen, wenn sie die Wahl von externen Beratungs-/Vertragsfirmen für den Verkauf durch den Verkäufer beurteilt?

### **Bedeutung**

Bei der Durchführung eines Verkaufs benötigt der Verkäufer im allgemeinen externes Fachwissen. Dies ist zumeist kostspielig, sowohl in absoluten Zahlen als auch als Prozentsatz der Erlös ausgedrückt. Der Stab an Beratern kann groß sein und wird führende Finanzberater, Rechtsberater, Bankfachleute, Wirtschaftsprüfer, globale Koordinatoren für umfangreiche Zeichnungsangebote, Druckfachleute und Marketingexperten beinhalten. Der Verkäufer hat deshalb klar anzugeben, welche Art von externer Beratung benötigt wird und diese Anforderungen in den Vertrag mit dem externen Berater aufnehmen. Um den bestmöglichen Erfolg zu erzielen und den Nachweis erbringen zu können, daß die Beratungsfirma ordnungsgemäß ausgewählt wurde, ist es zweckmäßig, alle Vertragsfirmen im Rahmen eines Ausschreibungsverfahrens zu bestellen.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, wie genau der Verkäufer den Bedarf an externer Beratung durch Experten analysiert hat, und ob der Verkäufer diese Berater über ein Ausschreibungsverfahren unter Berücksichtigung von Preis und Qualität ausgewählt hat.**

**In den Fällen, in denen keine bzw. nur eine beschränkte Ausschreibung erfolgte, sollte die ORKB beurteilen, ob der Verkäufer als Rechtfertigung für die freihändige Verpflichtung den Nachweis eines außergewöhnlich günstigen Angebots erbracht hat.**

### **Begründung**

Im allgemeinen gilt es als zweckmäßig, externe Berater über ein Ausschreibungsverfahren auszuwählen. Ein funktionierender Wettbewerb wird die externen Berater dazu zwingen, ihre Angebote zu günstigsten Preisen zu unterbreiten. Darüber hinaus können sich die Kandidaten für eine externe Beratung darauf konzentrieren, die besten Wege und Mittel zur Erreichung der Verkaufsziele zu finden, den Verkäufern ein vertieftes Verständnis ihrer



Bedürfnisse zu vermitteln und zielgerichtete Auswahlentscheidungen zu treffen. Ein Ausschreibungsverfahren kann auch dazu dienen, den Verkäufer vor Anschuldigungen von gewährten Begünstigungen bei der Verpflichtung schützen. In einem Fall wurden Beratungsverträge im Gegenwert von 6 Mio USD ohne Ausschreibung an ein Unternehmen vergeben, in welchem einer der Unternehmensdirektoren zuvor ein führender Gesellschafter gewesen war. Erweist sich die Verpflichtung von Beratern ohne Ausschreibung jedoch als unvermeidlich, sollte der Verkäufer nachweisen können, daß er die Nachteile vor allem bei den Preisverhandlungen auszugleichen versucht hat.

Im allgemeinen wird es für den Verkäufer zweckmäßig sein, seine Erfordernisse vor der Bestellung eines Beraters mit einer Reihe von Kandidaten eingehend zu durchleuchten. Die größten Gewinne bei Verkäufen werden meist dann erzielt, wenn sich hochwertiges finanztechnisches, rechtliches und marketingbezogenes Wissen spürbar vorteilhaft auf den Verkaufserlös auswirken, oder wenn bei der Plazierung des Unternehmens auf dem Markt schwierige technische Fragen gelöst werden müssen.

Bei der Beurteilung der Qualität der angebotenen Beratung wird der Verkäufer die früheren Erfolge von Kandidaten, ihre Kenntnisse über das anstehende Verkaufsverfahren überprüfen und nachforschen, ob diese geeignete Verkaufstechniken entwickelt haben, die mit Vorteilen für den Verkäufer verbunden sind. Dies kann besonders bei der Auswahl der führenden Finanzberater besonders wichtig sein; z.B. bei der Frage, ob sie bereits Unternehmen mit Erfolg an potentielle Investoren zu einem guten Preis vermarktet und Anreize und andere Kosten, etwa Verkaufsprovisionen, Druck- und Werbungskosten, möglichst niedrig gehalten haben.

---

### *Richtlinie 39*

#### *Veranschlagung und Überwachung der externen Beratungskosten*

### **Thema**

Wie soll die ORKB die ordnungsgemäße Veranschlagung und Überwachung der Kosten für die externe Beratung prüfen?

### **Bedeutung**

Privatisierungen, vor allem umfangreiche Emissionen und komplizierte Direktverkäufe, bedürfen einer koordinierten Planung und eines disziplinierten Projektmanagements seitens des Verkäufers und seiner externen Berater. Dabei können unvorhergesehene Probleme auftauchen, die Umplanungen erforderlich machen und Kostensteigerungen nach sich ziehen. Nach der Verpflichtung der externen Berater und Festlegung eines Verkaufskonzeptes hat der Verkäufer für ein Kostenmanagement bei der Umsetzung des Konzeptes auf der Grundlage eines soliden Finanzplanes zu sorgen.

### **Richtlinie**

**Die ORKB sollte prüfen, inwieweit der Verkäufer auf der Grundlage sorgfältiger Kalkulationen ordnungsgemäße Finanzpläne für die Verpflichtung externer Berater erstellt hat, nach Maßgabe des Fortschritts bei der Realisierung der Verkaufsziele Soll/Ist-Vergleiche angestellt hat, mit den externen Beratern jegliche Änderungen im**

**Finanzplan aufgrund unvorhergesehener Ereignisse erfolgreich verhandelt hat und sich vergewissert hat, daß alle Sonderausgaben wie z.B. Erfolgshonorare an führende Finanzberater gerechtfertigt waren.**

## **Begründung**

Die Höhe der Beratungskosten ist oft beträchtlich. Dies erfordert seitens des Verkäufers wirksame Kostenmanagement - und -kontrollmaßnahmen, um eine angemessene Leistung zu erhalten.

Die Kostenvoranschläge sollten daher eindeutig auf den mit den Beratungsfirmen getroffenen vertraglichen Vereinbarungen und den Arbeitsplänen beruhen. In einem Fall ergab sich für den Verkäufer ein weitaus größerer Aufwand als veranschlagt, da die den Wirtschaftsprüfern zur Verfügung gestellten Informationen äußerst mangelhaft waren und diese zusätzliche Arbeiten zu leisten hatten. Die Bezahlung der Beratungsfirmen sollte auf der Grundlage der vertraglichen Vereinbarungen und den bei der Verpflichtung vereinbarten Tarifen erfolgen. Die Zahlungen sollten alle Sondervereinbarungen, etwa bei Vertragsänderungen infolge unvorhergesehener Ereignisse, berücksichtigen. Regelmäßige Soll/Ist- Vergleiche sind von einem beauftragten Kostenverantwortlichen vorzunehmen.

Der Verkäufer räumt der Kontrolle der Beratungskosten nicht immer eine vorrangige Bedeutung ein, vor allem wenn die Beratungsfirma nach Stunden- oder Tagsätzen ohne Deckelung der Gesamtkosten bezahlt wird. Dies erhöht das Risiko unvorhergesehener Mehrausgaben, die oft als Folge mangelnder Vorsorge bei der Aufstellung und Überwachung von Kostenvoranschlägen entstehen. Die ORKB sollte prüfen, ob die Zahlungen an die Beratungsfirma im Endergebnis die anfänglichen Erwartungen überstiegen. Dies würde die Zulänglichkeit der Finanzplanung und der vom Käufer getroffenen Vorkehrungen zur Überwachung der Kosten für die Beraterfirma in Frage stellen. Dort wo die Beraterfirma höhere Kosten als erwartet in Rechnung stellt wird die ORKB zu prüfen haben, ob der Verkäufer versucht hat Mehraufwendungen z.B. durch die Aushandlung niedriger Tarife und durch eine Kostendeckelung im Falle einer Vertragserweiterung auf ein Mindestmaß zu beschränken.

Verträge mit führenden Finanzberatern beinhalten manchmal eine Klausel über die Zahlung von Erfolgshonoraren bei Verkaufsabschluß. Es ist besonders auf Fälle zu achten, wo das Erfolgshonorar auf der Differenz zwischen dem Privatisierungserlös und der Richtpreisschätzung beruht, insbesondere wenn diese Richtpreisschätzung von den führenden Finanzberatern selbst vorgenommen wurde. In solchen Fällen wird die ORKB zu prüfen haben, ob der Verkäufer die Richtpreisschätzung einem anerkannten Fachmann zur unabhängigen Bestätigung vorgelegt hat.

---

### *Richtlinie 40*

#### *Methoden zur Berechnung der Gesamtkosten*

## **Thema**

Wie sollte die ORKB die Kosten, die dem Verkäufer bei der Abwicklung einer Privatisierung erwachsen, berechnen und darüber berichten?

## **Bedeutung**

Die dem Verkäufer bei einer Privatisierung erwachsenden Kosten können einen beträchtlichen Teil des Bruttoverkaufserlöses ausmachen und sollten vom Verkäufer, der die Kostenverantwortung trägt, überwacht werden. Wenn die von der ORKB für die Schätzung der Privatisierungskosten angewandten Methoden nicht verlässlich und vergleichbar sind, können die finanziellen Auswirkungen der verschiedenen unternommenen Maßnahmen nicht mit hinreichender Genauigkeit abgeschätzt werden. Die Zurverfügungstellung von maßgeblichen und transparenten Informationen durch die ORKB über die Kosten, die dem Verkäufer aus der Privatisierung erwachsen, ist aus folgenden Gründen wichtig:

- für die laufende Rechenschaftslegung, da viele Anteilseigner Interesse an der Beurteilung der Abwicklung des Verkaufs von oftmals prestigeträchtigen und wirtschaftlich bedeutenden Vermögenswerten durch die ORKB haben,
- für künftige politische Zielsetzungen, z.B. ob zu erwarten ist, daß zukünftige Privatisierungen in Ansehung der Verkaufskosten den geplanten finanziellen Erfolg erbringen;
- für die zukünftige Handhabung von Verkäufen z.B. durch die Überprüfung der Höhe von internationalen Verkaufsprovisionen im Verhältnis zu öffentlichen Erstzeichnungsangeboten,
- für die Gewährleistung der Angemessenheit der Verkaufskosten gemessen am Verkaufserlös, und
- zur leichteren Beurteilung des Verkaufsergebnisses in Hinblick auf quantifizierbare und nicht-quantifizierbare Erfolge.

## **Richtlinie**

**Die ORKB sollte bestrebt sein, die direkt aus dem Verkaufsprozeß entstandenen Kosten zu definieren, diese zu analysieren und offenlegen.**

## **Begründung**

Von der ORKB wird gemeinhin erwartet, daß sie im Interesse einer Maximierung des Nettoertrages bei zukünftigen Verkäufen über die Verwendung öffentlicher Mittel für ein Verkaufsvorhaben berichtet und Verbesserungen in den Verwaltungsabläufen vorschlägt. Ein wesentliches Element dabei ist der Einsatz einer angemessenen Kostenrechnung durch die ORKB. Allerdings lassen sich die unmittelbar dem Verkauf zurechenbaren Kosten nicht immer direkt ermitteln. Oft bedarf es qualitativer Beurteilungen durch die ORKB, da die Unterscheidung zwischen den tatsächlichen Verkaufskosten und anderen Aufwendungen, die z.B. mit der Umstrukturierung des Unternehmens zusammenhängen, oft schwierig ist. Wenn sich die Kosten einer Privatisierung nicht genau definieren lassen, kann die ORKB in ihrer Beurteilungsfähigkeit der Erreichung der wichtigsten Verkaufsziele stark eingeschränkt sein.

Bei ihrer Analyse sollte die ORKB die folgenden Punkte berücksichtigen: den Bezug der verschiedenen im Verkaufsprozeß aufgetretenen Kostenarten einschließlich aller verbundenen Umstrukturierungskosten zu erkennen; Kriterien für die Beurteilung aufzustellen, ob die Kosten direkt dem Verkauf zugeordnet werden können (z.B. die Zahlung von Erfolgshonoraren an die Berater); alle im Verkaufsverfahren maßgeblichen

Kosten zu beurteilen um zu ermitteln, ob Kosten, die nicht direkt einer Einzelmaßnahme zugerechnet werden können, dem Verkaufsprozeß insgesamt zuordenbar sind; die Verkaufskosten zu berechnen und diese mit dem Verkaufserlös zu vergleichen; und zu klären, ob der getätigte Kostenaufwand verglichen mit den Kosten alternativer Möglichkeiten ( z.B. nicht zu handeln oder das Unternehmen zu schließen) wirtschaftlich war.

---

## **Glossar**

Abzinsungsfaktor	Zinssatz zur Kalkulation des Barwertes zukünftiger Kosten und Erlöse
Aktiva	Das gesamte materielle und geistige Eigentum eines Unternehmens.
Auktion	Öffentliche Feilbietung, bei der Unternehmen dem Höchstbieter zugeschlagen werden.
Ausgliederung	Verfahren, in dem staatseigene Unternehmen eine marktwirtschaftlichere Ausrichtung erhalten, jedoch gänzlich oder teilweise im öffentlichen Sektor verbleiben.
Berechtigungsschein	Urkunde, die gegen Aktien eines privatisierten Unternehmens oder Anteile an einem Fonds, welcher Aktien eines privatisierten Unternehmens besitzt, getauscht werden kann.
Bevorzugter Bieter	Vom Verkäufer ausgewählter Bieter, an den ein Unternehmen vorbehaltlich des Abschlusses aller Verhandlungen und juristischen Formalitäten verkauft werden soll.
<i>"Bookbuilding"</i> Anmeldung der Erwerbsabsichten	Nennung der Zahl der Aktien zu verschiedenen Preisen, die ein Anleger zu kaufen bereit wäre.
<i>"Clawback"</i> Anrecht auf Nachzahlungen	Im allgemeinen befristete Klauseln in den Verkaufsbedingungen, die dem Verkäufer unter bestimmten Umständen ein Anrecht auf einen Anteil aller später vom Käufer erzielten Gewinne einräumen, etwa nach einem realen oder angenommenen Verkauf von Grund und Boden oder anderen Vermögenswerten, bzw. im Falle der Weiterveräußerung des Unternehmens durch den Käufer.
<i>"Contracting out"</i> Inanspruchnahme externer Dienstleistungen durch Vertrag	Beauftragung, zumeist im Anschluß an ein Ausleseverfahren, eines privaten Dienstleistungsunternehmens durch ein Verwaltungsorgan, Leistungen an seiner Stelle gegen Entgelt zu erbringen

<i>"Corporate governance"</i>	Konzept der Unternehmensführung, welches die Verantwortlichkeit der Unternehmensleitung miteinschließt, für eine ordnungsgemäße und verantwortungsvolle Führung eines Unternehmens zu sorgen.
Direktverkauf	Direktverkauf eines staatlichen Unternehmens an ein anderes Unternehmen, einschließlich von Joint Ventures und Teilverkäufen.
<i>"Due Diligence"</i>	Prüfung durch die Bieter, ob die Fakten und Voraussetzungen auf welche sich ihr Angebot stützt, zum Zeitpunkt des Verkaufsabschlusses noch zutreffen
Eigenkapital	Anteil des Gesellschaftskapitals im Besitz der Anteilseigner
Entschädigungsleistung	Verkaufsbedingungen, aufgrund derer sich ein Verkäufer verpflichtet, die dem Käufer erwachsenden Kosten bei Eintritt festgelegter Bedingungen zu erstatten
Erfolgshonorare	Von Beratern in Rechnung gestellte Honorare für ihre Beratungstätigkeit, deren Höhe sich am erfolgreichen Abschluß einer Transaktion orientiert
Garantien	Bestimmungen eines Verkaufsvertrages, mittels derer der Verkäufer dem Käufer bestimmte Garantien im Zusammenhang mit dem verkauften Unternehmen zusichert.
<i>"Global co-ordinators"</i>	Finanzinstitute, die den Verkauf einer internationalen Aktienemission koordinieren.
Intermediäre	Beauftragte juristische und natürliche Personen, die die Interessen einzelner Anleger in einem privatisierten Unternehmen vertreten und in deren Namen handeln.
Kapitalmarkt	Markt, z.B. eine Börse, an dem Finanzmittel für Investitionen aufgebracht werden können. Potentielle Bieter suchen in der Regel auf dem Kapitalmarkt finanziellen Rückhalt, ehe sie sich mit einem größeren Angebot in einem Privatierungsverkauf beteiligen.
Kurssicherung	Stützung des Ausgabekurses während eines bestimmten Zeitraumes nach der Emission am Primär- oder Sekundärmarkt durch die Regierung
<i>"Management/Employee Buy-out"</i> Übernahme durch das Management/ die Mitarbeiter	Verkauf eines Unternehmens an das Management bzw. seine Mitarbeiter, welche in der Folge die Leitung übernehmen.

Marktwirtschaft	Wirtschaftsform, in der wesentliche Bereiche des Finanz- und Industriesektors im Besitz privater Unternehmungen und nicht des Staates sind.
Massenprivatisierung	Eine allgemeingültige Definition läßt sich aufgrund der von Land zu Land unterschiedlichen Bestimmungen nicht erstellen. Generell bezeichnet der Begriff ein breit angelegtes Privatisierungsprogramm, möglicherweise unter Beteiligung einer breiten Öffentlichkeit als Anleger. Massenprivatisierungen sind oft Teil einer schnellen Umstellung von Planwirtschaft in Richtung einer stärker marktorientierten Wirtschaft.
Mischwirtschaft	Wirtschaftsform, in welcher die Schlüsselbereiche des Finanz- und Industriesektors teilweise verstaatlicht und teilweise privat sind.
Personalabbau	Verringerung des Personalstandes in einem Unternehmen nach einer Privatisierung aus verschiedenen Gründen, z.B. als Reaktion auf den Wettbewerbsdruck, oder zur Erhöhung der Rentabilität eines Unternehmens für die neuen Eigentümer durch Kostensenkung
Planwirtschaft	Wirtschaftsform, in welcher die wichtigsten finanziellen und industriellen Interessen vom Staat gelenkt werden.
Privatisierung	Übertragung eines Unternehmens und seiner Vermögenswerte von staatlichem in privates Eigentum durch eine zentrale oder lokale Verwaltung
Regulierung	System mit dessen Hilfe der Staat entweder direkt oder über eine staatsnahe Körperschaft Kontrolle oder Einfluß auf bestimmte Wirtschaftsfelder ausübt (z.B. auf die Handhabung eines Monopols)
<i>"Residual Management"</i>	Wahrnehmung der nach dem Verkauf eines Unternehmens verbliebenen Aufgaben oder Verpflichtungen durch den Staat
<i>"Retail Market"</i>	Markt für private Einzelanleger bei der Begebung von Aktien.
Richtpreisschätzung	Schätzung eines Unternehmens vor dem Verkauf, die von bzw. im Namen des Verkäufers vorgenommen wird.
Sekundärmarkt	Zeitspanne, in welcher Aktien nach ihrer Erstemission an der Börse gehandelt werden
Steuerzahler	Die Bürger eines Staates, deren Steuern in staatliche Unternehmen investiert wurden

Teilverkauf	Teilverkauf eines Unternehmens im Rahmen einer Aktienemission
Umstrukturierung	Die Vorbereitung eines Unternehmens für den Verkauf durch den Verkäufer
<i>"Underwriters"</i>	Finanzinstitute, die sich im voraus gegen Gebühr verpflichten, unverkaufte Aktien aus einer Emission aufzukaufen.
Unternehmen	Betriebe, Personengesellschaften oder Einzelpersonen, die im Bereich des Handels oder der Industrie tätig sind.
Verkäufer	Juristische Person, welche den Staat als Eigentümer eines Unternehmens vertritt, dessen Privatisierung einer Prüfung unterzogen wird.
Vermarktung	Weckung des Bieter-/Anlegerinteresses an einem Verkauf durch den Verkäufer
Verpflichtungen	Kosten, die nach einem Verkauf entstehen können und entweder auf den Käufer übertragen oder vom Staat übernommen werden.
Wettbewerbsdruck	Situation, in der das Vorliegen zweier oder mehrerer Gegenangebote dazu führen kann, daß der Verkäufer aufgrund der Angebotskonkurrenz einen höheren Erlös erzielen kann.
Wertpapieremission	Verkauf von Aktien an Einzelpersonen oder Unternehmen des privaten Sektors, welche in der Folge an einer Börse gehandelt werden können
Wirtschaftlichkeitsprüfung	Unabhängige Prüfung der Sparsamkeit, Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit, mit der ein geprüftes Unternehmen seinen Aufgaben nachkommt.
Zuschlag	Bei Neuemissionen der Betrag, um den der Börsenkurs der Aktien den Ausgabekurs überschreitet
Zuteilung	Zuweisung von Aktien im Rahmen einer Primär- oder Sekundäremission an die Anleger.