

Kurt Bayer, Gottfried Wetzel

# Neuere Entwicklungen auf dem österreichischen Markt für Unternehmensfusionen

In der Nachkriegszeit waren in den westlichen Industrieländern mehrere Fusionswellen<sup>1)</sup> zu beobachten. Erstmals jedoch beteiligen sich derzeit verstärkt Manager am Kauf ihres Unternehmens (Management Buy-out und Buy-in<sup>2)</sup>), bieten neue Finanzinstrumente erweiterte Spielräume zum Aufkauf (z. B. Leveraged Buy-outs), und in Europa nehmen grenzüberschreitende Fusionen und Beteiligungen laufend zu. Grund dafür ist einerseits die Vollendung des Binnenmarktes in Westeuropa, andererseits die Öffnung der ost-mitteleuropäischen Reformländer für westliche Direktinvestitionen.

Eine mögliche und in den letzten Jahren häufiger verfolgte Strategie der Unternehmen, um der verschärften Konkurrenz im Binnenmarkt zu begegnen, ist die Fusion bzw. die Übernahme von Unternehmen. Dieser Weg wird in einer EG-Studie über die Auswirkungen des Binnenmarktes auf die Industrie der EG-Mitgliedsländer (*Buigues — Ilzkovitz — Lebrun*, 1990) besonders empfohlen. Danach ermöglicht eine Firmenübernahme oder Fusion die verbesserte Ausnutzung von Skalenerträgen („economies of scale“), rasches (externes) Firmenwachstum und eine Internationalisierung der Unternehmenstätigkeit — soweit sie grenzüberschreitend ist —, die dem größeren Markt Rechnung trägt.

Mit den durch Fusionen zunehmenden Unternehmensgrößen und der europaweiten, nicht mehr durch Handelshemmnisse behinderten Tätigkeit erhöht sich aber auch die Tendenz zur Konzentration. *Pratten* (1988) erwartet, daß europaweit in einer Vielzahl von Sektoren jeweils nur etwa 20 Unternehmen von mindestoptimaler Größe bestehen bleiben. Eine verstärkte Konzentration in Verbindung mit hohen Markteintrittsbarrieren verringert aber den

**Westintegration und Ostöffnung sind bestimmend dafür, daß die Fusions- und Beteiligungsaktivitäten der österreichischen Industrie weiterhin auf hohem Niveau bleiben werden. Infolge dieser Fusionswelle hat sich neben Steuerberatern und Rechtsanwälten in den letzten Jahren ein neuer Geschäftszweig etabliert, der insbesondere Beratungs-, Organisations- und Finanzierungsleistungen für Übernahmen, Fusionen und Beteiligungen anbietet. Die Entwicklung der Fusionsaktivitäten im In- und Ausland erfordert verstärktes Augenmerk der Bundesregierung in bezug auf die Regulierung dieses Bereichs, um Markttransparenz und Wettbewerb sicherzustellen.**

Wettbewerb. Unter solchen Bedingungen muß die kostensenkende Wirkung, die von der besseren Ausnutzung von Skalenerträgen ausgeht, von den Unternehmen nicht (vollständig) an die Konsumenten weitergegeben werden. Wenn alle „überlebenden“ Unternehmen der erforderlichen Mindestgröße entsprechen, ist dies eine bedeutende zusätzliche Eintrittsschranke für potentielle Mitbewerber in der Branche. Da durch Fusionen und Übernahmen auch Marktanteile erworben werden, gehen die Markteinführungskosten für neue Produkte zurück. Diese sind „sunk costs“, sodaß mit ihnen auch der Druck durch po-

tentiellen Wettbewerb (im Sinne von Baumols „contestable markets“) an Bedeutung verliert. Hier soll Wettbewerbspolitik korrigierend eingreifen.

Unternehmen können die durch die Vollendung des Binnenmarktes verbesserten Wirtschaftsmöglichkeiten im wesentlichen über zwei Wege — (Außen-)Handel und Direktinvestitionen — nutzen. Beide Wirkungskanäle eignen sich als Ausgangspunkt für Fusionsaktivitäten der Unternehmen.

Die Vorteile von Fusionen gegenüber neuzugründenden Direktinvestitionen führen *Jacquemin et al* (1989, S. 14) an:

- Das externe Wachstum erstreckt sich auf produktiv arbeitende Vermögenswerte und ermöglicht — im Gegensatz zu zeitaufwendigen internen Investitionen — raschere Erträge.
- Durch die Übernahme eines Mitbewerbers erhöhen sich automatisch der Marktanteil des Käufers und seine Absatzmöglichkeiten, ohne daß zusätzliche Kapazitäten geschaffen werden müssen, die möglicherweise

<sup>1)</sup> Im weiteren wird der Begriff „Fusion“ als Sammelbegriff für Übernahmen, Fusionen, Mehrheitsbeteiligungen, Buy-outs u. a. verwendet, soweit diese nicht gesondert behandelt werden.

<sup>2)</sup> Zur Terminologie siehe *Bayer* (1988).

aufgrund mangelnder Nachfrage nicht genügend ausgelastet wären

Für die österreichische Industrie sind der Binnenmarkt und die Öffnung der Reformländer die zentrale Herausforderung der nächsten Jahre. Durch diese Entwicklungen bildet sich europaweit (und damit auch in Österreich) ein „Market for Corporate Control“ — ein Markt für Verfügungsrechte über Unternehmen. Dieser ließ auch eine steigende Zahl von Spezialinstitutionen des Fusionsgeschäftes (Beratung, Finanzierung, Kontrolle, Holdings) entstehen. Erste Auswirkungen auf Österreich wurden bereits vor einigen Jahren analysiert (Bayer, 1988, *Arbeiterkammer*, 1989, Tichy, 1991). Seither hat sich das internationale Umfeld stark verändert.

Die vorliegende Untersuchung geht kurz auf die Entwicklungen im Fusionsmarkt der EG ein, leitet auf die grenzüberschreitende Fusionstätigkeit der österreichischen Industrie über, berichtet über Ergebnisse einer Umfrage mit österreichischen Fusions-Spezialinstitutionen und schließt mit einem Ausblick auf den in Österreich entstehenden Regulierungsbedarf in diesem Bereich<sup>3)</sup>

#### Fusionen und Beteiligungen von EG-Unternehmen im EG-Raum

In den achtziger Jahren stieg die Zahl der Mehrheitsbeteiligungen im Industriebereich in den Ländern der Europäischen Gemeinschaft um mehr als 300%, von 117 Operationen 1982/83 auf 492 1988/89<sup>4)</sup>. Ein Vergleich der verschiedenen Fusionsformen zeigt, daß Kontrollübernahmen (Mehrheitsbeteiligungen einschließlich Fusionen) überwiegen<sup>5)</sup>. Seit Mitte der achtziger Jahre nimmt die Zahl der gemeinschaftlichen (zwischen Unternehmen von EGLändern) und internationalen Operationen deutlich zu. Hier liegt ein Zusammenhang mit den politischen Beschlüssen zur Vollendung des Binnenmarktes nahe.

Von den Industriebranchen waren die *chemische Industrie* und mit Abstand die *Nahrungsmittel- und Getränkeindustrie* weitaus am häufigsten ins Fusionsgeschehen einbezogen.

Der Anteil der „großen Operationen“ (gemeinsamer Umsatz über 1 Mrd. ECU) an den Transaktionen war hoch und stieg im Beobachtungszeitraum weiter (von 67% 1986/87 auf 78% 1987/88). 1987/88 erreichte der Anteil von Unternehmen mit einem gemeinsamen Umsatz von mehr als 2 Mrd. ECU bereits 66%.

Auf nationaler Ebene nimmt die Zahl der Transaktionen ab, die Größe der Unternehmen aber zu. Grenzüberschreitende Aktivitäten holen gegenüber ausschließlich nationalen zunehmend auf.

Diese empirischen Befunde für den EG-Raum entsprechen dem — gemäß der Theorie — zu erwartenden Verhalten der Unternehmen. Es wäre verfehlt, alle Fusionsak-

tivitäten auf die angestrebte Verwirklichung des Binnenmarktes zurückzuführen. Neben anderen, rein wirtschaftlichen Gründen (Kampf um Marktanteile bei Marktsättigung, Umstrukturierung, Rationalisierung u.ä.), sollte nicht übersehen werden, daß Fusionen und Übernahmen bis zu einem gewissen Grad auch eine Modeerscheinung sind („merger mania“; siehe dazu Bayer, 1991A). Zusätzlich wirkt die Herausbildung von Fusionspezialisten (Vermittlern, Beratern, Financiers) trendverstärkend, da diese mit gezieltem Marketing für ihre Dienstleistungen potentielle Kunden auf die Möglichkeiten von Fusionstransaktionen aufmerksam machen.

Die Motive für Fusionsaktivitäten in der EG weisen einen deutlichen Bezug zur Vollendung des Binnenmarktes auf. Auch in den Umfragen des Cecchini-Berichtes führen die EG-Unternehmen — und zwar deutlich stärker als in Österreich — Fusionen und andere Kooperationen als eines der wichtigsten Strategieelemente angesichts der Vollendung des Binnenmarktes an (Pichl, 1989B).

In Österreich besteht keine konsistente Datenbasis, die Aufschluß über Gesamtzahl und Volumen sowie Details von Fusionsaktivitäten gäbe (Bayer, 1988). Der neue Entwurf zur Novellierung des Kartellgesetzes sieht erstmals eine Anzeigepflicht für Fusionen vor, wenn der gemeinsame Jahresumsatz der Beteiligten 150 Mill. S überschreitet.

#### Fusionsaktivitäten in Österreich

Von jenen Quellen, die dennoch Rückschlüsse auf das Aktivitätsniveau im Fusionsbereich in Österreich zulassen, ist besonders die Arbeiterkammer Wien zu erwähnen, die in ihren „Informationen über multinationale Konzerne“ laufend Fusionsaktivitäten aufzeichnet. Ein Sonderband dieser Publikation (Arbeiterkammer, 1989) befaßt sich ausschließlich mit Aktivitätsniveau, empirischer Erhebung, Regulierungsmechanismen und wirtschaftspolitischen Auswirkungen von Fusionen und Beteiligungen. Daneben können aus der Aktienbilanzstatistik Hinweise für Aktiengesellschaften gewonnen werden, die in der Rubrik „Beteiligungen“ aufscheinen. Seit drei Jahren gestaltet Moschner im Österreichischen Bank-Archiv jährlich eine Kolumne, die das Aktivitätsniveau von Fusionen in Österreich beschreibt und teilweise analysiert (Moschner, 1989, 1990, 1991). Seit kurzem wird auch an der Wirtschaftsuniversität Wien eine Datenbasis über Fusionsaktivitäten aufgebaut, die seit 1987 rund 680 Transaktionen erfaßt und nach Höhe der Beteiligung, Branchen und Nationalität der Akteure gliedert (Kickinger, 1992).

Aus diesen sehr unterschiedlichen und zueinander nicht konsistenten Informationen geht hervor, daß sich im Laufe der achtziger Jahre das Aktivitätsniveau auf dem Markt für Unternehmensbeteiligungen und Verfügungsrechte in Österreich deutlich erhöht hat. Eine Ausweitung der Erhe-

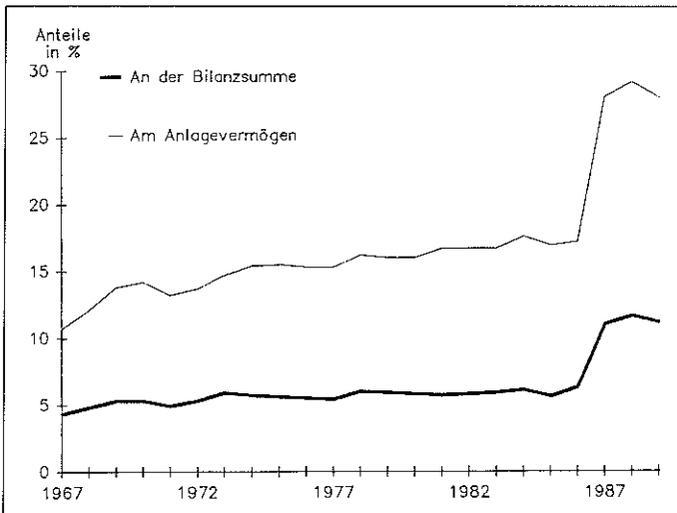
<sup>3)</sup> Eine umfassendere Darstellung dieser Thematik gibt die Studie des WIFO, die mit Unterstützung der Oesterreichischen Nationalbank im März 1992 veröffentlicht wurde (Bayer, K., Fusionsformen in der österreichischen Industrie und ihre Finanzierung, Wien, 1992, 70 Seiten, S. 350 —).

<sup>4)</sup> Das Datenmaterial dieses Abschnitts stammt aus den jährlichen „Berichten über Direktinvestitionen und Wettbewerbspolitik“ der EG-Kommission des Zeitraums 1987/1990. Grundlage ist die Analyse der Finanzoperationen der (nach den Bilanzdaten) 1 000 größten Industrieunternehmen der Gemeinschaft. Seit dem Berichtszeitraum 1988/89 werden auch die 500 weltweit größten Unternehmen in die Untersuchung miteinbezogen.

<sup>5)</sup> Zu berücksichtigen ist jedoch, daß auch manche Minderheitsbeteiligungen einen nicht unerheblichen Einfluß auf das Unternehmen ermöglichen (z. B. Sperrminorität, Vetorechte, Syndikatsverträge u.ä.).

Entwicklung der „Beteiligungen“ der Industrie-Aktiengesellschaften

Abbildung 1



Q: ÖSTAT, Statistik der Aktiengesellschaften, eigene Berechnungen.

bung der Arbeiterkammer zeigt, daß die Zahl der Transaktionen in der österreichischen Industrie von 13 im Jahr 1985 auf 62 (1990) gestiegen ist (Übersicht I). Moschner (1989, 1990, 1991) registriert für die Gesamtwirtschaft eine Zunahme der Fälle von 120 (1988) auf 248 (1990). Die Untersuchung der Wirtschaftsuniversität weist für 1987 44, für 1990 290 Transaktionen auf (Kickinger, 1992, S. 150f). Aus der Aktienbilanzstatistik geht hervor, daß sich zwischen 1980 und 1989 die Position „Beteiligungen“ für Industrie-Aktiengesellschaften von 13,8 Mrd S auf 29,4 Mrd S mehr als verdoppelt hat. Der Anteil der „Beteiligungen“ am Anlagevermögen stieg 1985/1989 von 17% auf 28%, an der Bilanzsumme von 5,6% auf 11,1% (Abbildung 1). Diese Ausweitung wurde zu einem erheblichen Teil durch die „Austöchterungen“ in der Verstaatlichten Industrie verursacht.

Über die Umsätze der beteiligten Unternehmen, ihre Beschäftigtenzahlen sowie über Transaktionspreise sind in Österreich keine Informationen öffentlich zugänglich. Moschner (1991) schätzt das Marktvolumen für 1990 auf etwa 43 Mrd S

Fusionsaktivitäten ausländischer Unternehmen in Österreich

Aufgrund des fortschreitenden Integrationsprozesses werden grenzüberschreitende Fusionen, an denen österreichische Unternehmen aktiv oder passiv beteiligt sind, auch in den nächsten Jahren zunehmen. Die durch die Westintegration, aber auch die Öffnung des Ostmarktes in Gang gesetzte Neuordnung der Standorte im erweiterten europäischen Markt ist noch nicht abgeschlossen

Österreichs Industrieunternehmen erwarten im Beitrittsfall erhöhte Direktinvestitionen vor allem von EG-Unternehmen, da Österreich durch den Beitritt als Standort attraktiver wird. Allerdings glauben die österreichischen Un-

Fusionsaktivitäten in der österreichischen Industrie

Übersicht 1

	Insgesamt	Ausländer übernimmt		Inländer übernimmt	
		Zahl der Fusionen	Anteile in %	Zahl der Fusionen	Anteile in %
1985	13	7	54	0	0
1986	19	11	58	1	5
1987	30	18	60	2	7
1988	45	17	38	7	16
1989	38	13	34	13	34
1990	62	16	26	17	27
Jänner 1991	16	1	6	7	44
Summe	223	83	37	47	21

Q. Informationen über multinationale Konzerne verschiedene Jahrgänge eigene Zuordnungen und Berechnungen

ternehmer, daß Österreichs EG-Mitgliedschaft die Fusionsaktivitäten aus Nicht-EG-Ländern nicht beeinflussen wird

Die hier angeführten Einschätzungen beziehen sich auf alle Formen von Direktinvestitionen, also auch auf Neuan siedlung, Gründung von Tochterunternehmen u. a. In einer Befragung schätzen 20% der Unternehmen die Wahrscheinlichkeit, in den nächsten Jahren — im Zuge der Internationalisierungs- und Fusionstendenzen — ganz oder teilweise aufgekauft zu werden, steigend ein. 26% glauben, daß diese Möglichkeit durch einen Beitritt Österreichs zur EG gefördert würde

Besonders aufkaufgefährdet sehen sich Unternehmen in den Bereichen Metallhütten, papiererzeugende, holzverarbeitende, Nahrungs- und Genußmittelindustrie, ledererzeugende und -verarbeitende Industrie, Bekleidungs-, Gießerei-, Maschinen- und Elektroindustrie. Mit Ausnahme der Papiererzeugung und Holzverarbeitung zählen alle genannten Zweige zu den „sensiblen Sektoren in Österreich“<sup>6)</sup>. Die Unterteilung in (wettbewerbs-)starke und schwache sensible Sektoren zeigt, daß im schwachen Bereich eine Vielzahl von Branchen übernahmefähig ist (Selbsteinschätzung). Die EG-Binnenmarktentwicklung setzt die bislang geschützten Sektoren nicht nur erhöhter Handelskonkurrenz aus, sondern wird auch Eigentumsverhältnisse und damit Marktchancen entscheidend verändern (Bayer, 1991B, S. 47)

Die Erfassung der Fusionsaktivitäten ausländischer Unternehmen ist in Österreich mit denselben Unzulänglichkeiten belastet wie der Übernahmemarkt im allgemeinen. Darüber hinaus ist der Wunsch nach Diskretion der an einem Unternehmensverkauf beteiligten Unternehmen sehr ausgeprägt.

Aufgrund dieser Situation sind nur die Transaktionen von größeren Unternehmen und von börsennotierten Aktiengesellschaften relativ gut dokumentiert. Selbst Kenner des Bereichs sprechen von einer hohen „Dunkelziffer“ nicht erfaßter Transaktionen, vor allem unter den Klein- und Mittelbetrieben (die die Transaktionen häufig über Steuerberater und Rechtsanwälte abwickeln). Für die Bewertung der weiteren Aussagen müssen diese Einschränkungen beachtet werden.

<sup>6)</sup> „Sensible Sektoren“ sind jene Industriebereiche die durch eine Teilnahme am EG-Binnenmarkt besonders beeinflusst werden (Bayer, 1991B). Je nach Wettbewerbsstärke finden sensible Bereiche im Binnenmarkt besondere Marktchancen vor oder müssen mit verstärktem Anpassungsdruck rechnen

Die von der Arbeiterkammer Wien veröffentlichte Fusionsstatistik<sup>7)</sup> registriert die Zahl der Fälle und — bis 1988 — die der Beschäftigten der beteiligten Unternehmen.

Übersicht 1 zeigt die Entwicklung von Übernahmen österreichischer Unternehmen durch ausländische Käufer. Von den von 1985 bis Anfang 1991 für die Industrie registrierten 223 Gesamtfällen waren 83 (37%) Übernahmen von inländischen Objekten durch Ausländer (Übersicht 1). Über die Zeit ist dieser Anteil rückläufig, während die Gesamtzahl der Fusionen kräftig gestiegen ist<sup>8)</sup>. Dieser Zuwachs geht auf Aktivitäten im Inland, aber auch auf das forcierte Engagement österreichischer Unternehmen im Ausland zurück.

Mitte der achtziger Jahre erreichten die Übernahmen durch Ausländer ein relativ hohes Aktivitätsniveau. Seither bewegt sich die Zahl der Operationen in einer relativ geringen Bandbreite. Die Erhöhung des Aktivitätsniveaus ist auch auf eine Ausweitung des Angebotes zurückzuführen. Die Privatisierung von Teilen der verstaatlichten Industrie und von Unternehmen (Banken), die indirekt unter Staatseinfluß stehen, traf auf unzureichende Nachfrage im Inland.

Unter den Zusammenschlüssen finden sich kaum Konglomeratsbildungen; die betroffenen Unternehmensbereiche sind jeweils eng verwandt. Die Produktstrategie dieser Übernahmen ist auf die „Stärkung der Kernbereiche“ ausgerichtet. Das Erreichen dieses Ziels ist an Kosteneinsparungen sowohl im Produktions- als auch im Managementbereich gebunden. Mit dieser Strategie wird die Vergrößerung der Marktanteile in- und außerhalb des EG-Marktes angestrebt.

EG-Unternehmen, insbesondere jedoch deutsche Unternehmen (auf sie entfallen 57% der Übernahmen durch Ausländer) können im Hinblick auf die verschiedenen Szenarien der Annäherung Österreichs an die EG eine Doppelstrategie verfolgen: Durch jetzt getätigte Übernahmen ist im Beitrittsfall die Marktpräsenz vor Ort bereits gegeben und kann, wenn nötig, ausgeweitet bzw. als Stützpunkt für weitere Marktdurchdringung genutzt werden. Sollte Österreich wider Erwarten doch nicht EG-Mitglied werden, blieben als Zielmärkte der Übernahme noch immer Österreich, Osteuropa und andere Länder. Darüber hinaus bestünde dann in einem vergleichsweise stärker abgeschotteten Bereich eine Marktpräsenz, die nicht erst Zoll- oder andere Schranken überwinden müßte.

Nach Herkunftsländern führt Deutschland das Feld der Übernahmen durch Ausländer mit großem Abstand an (Anteil 57%) vor der Schweiz (12%)<sup>9)</sup> und Italien (8%). Die übrigen Länder halten nur geringe Anteile. 76% der grenzüberschreitenden Fusionen mit dem Zielland Österreich entfallen auf EG-Staaten, 17% auf die EFTA.

Die Aufteilung ausländischer Übernahmen nach Branchen zeigt eine Konzentration in der Maschinen- und Elektroindustrie und — deutlich schwächer — in der Papier- und Chemieindustrie. Teilbereiche dieser Sektoren (z. B. Schienenfahrzeuge, Elektrogeräte, chemische Grundstoffe, Pharmaprodukte u. a.) zählen nach der Klassifizierung von Bayer (1991B) zum „wettbewerbsschwachen“ Bereich. Die weitere Entwicklung dieser in Österreich ansässigen Produktionsbetriebe wird entscheidend davon abhängen, welche Bedeutung den jeweiligen Standorten in Österreich innerhalb der multinationalen Konzerne beigemessen wird. An einem Ende der Skala stehen die reinen Produktions- bzw. Montagebetriebe, am anderen die „centers of excellence“, die für einzelne Produktgruppen innerhalb des Konzerns hauptverantwortlich und Sitz von Führungs-, Verwaltungs- sowie Forschungs- und Entwicklungseinrichtungen sind. Zwischen diesen beiden Extremen — in bezug auf Autonomie und Bündelung von Unternehmensfunktionen — gibt es eine breite Palette von konkreten Organisationsformen (Bayer — Palme, 1987).

#### Übernahmetätigkeit österreichischer Industrieunternehmen im Ausland

Die Direktinvestitionsaktivitäten österreichischer Unternehmen im Ausland nahmen in den letzten Jahren kräftig zu (Übersichten 1 und 2). Dazu zählen sowohl Neugründungen von Unternehmen, Joint Ventures als auch die Übernahme von Unternehmen und Unternehmensteilen (Fusionen und Übernahmen).

Die Zunahme der Fusionsaktivitäten österreichischer Industrieunternehmen wird deutlich von Entwicklungen außerhalb Österreichs befördert. Besonders wichtig sind hierfür die Vollendung des EG-Binnenmarktes und die Neuordnung der Wirtschaftssysteme in Ost-Mitteleuropa.

Die Übernahme eines ausländischen Unternehmens ist ein Akt der aktiven Internationalisierung. In Österreich begann sich der Saldo der jährlichen Ströme an Direktinvestitionen 1989 allmählich zu drehen. Dadurch reichen die Bestände österreichischer Direktinvestitionen im Ausland bereits nahe an die von Ausländern in Österreich heran (Übersicht 2).

Als Hauptmotive für Auslandsengagements jeder Art werden am häufigsten Kundennähe und die Sicherung des Absatzes genannt. An dritter Stelle folgt das Eindringen in den Markt von Konkurrenten (Pichl, 1989B, Übersicht 5). Für diese Zielsetzung sind Übernahmen ein geeignetes Instrument.

Von den 223 Fusionsvorgängen, die von der Arbeiterkammer von 1985 bis einschließlich zum I. Quartal 1991 in der Industrie registriert wurden, entfielen 47 Transaktionen

<sup>7)</sup> Neben der im Österreichischen Bank-Archiv von Moschner (1989, 1990, 1991) veröffentlichten Marktbeobachtung und der jüngsten Untersuchung der Wirtschaftsuniversität (Kickingier, 1992) ist die Statistik der Arbeiterkammer die einzige Datenquelle über mehrere Jahre. Laut Moschner waren 1988 66 (55%) von 120 Fusionstransaktionen grenzüberschreitend, 1989 111 von 184 (60%) und 1990 148 von 248 (60%). In allen drei Jahren überwogen also die österreichischen Übernahmen ausländischer Unternehmen. Insgesamt stehen in diesen drei Jahren 191 aktive Übernahmen durch Österreicher 134 passive (von Ausländern in Österreich) gegenüber, das ergibt ein Verhältnis von 1,4 : 1. Die Untersuchung der Wirtschaftsuniversität ergab für den Zeitraum 1987/1991 (1. Halbjahr) 215 aktive gegenüber 175 passiven Übernahmen, also ein Verhältnis von 1,2 : 1.

<sup>8)</sup> Es ist sinnvoll, hier nur Tendenzen und Größenordnungen zu betrachten, da die Datenunsicherheit aufgrund der Erhebungsmethode groß ist und darüber hinaus absolute Werte für so kleine Samples nur sehr beschränkte Aussagekraft haben.

<sup>9)</sup> Für die Schweiz als Herkunftsort des Mutterunternehmens stellt sich allerdings immer die Frage nach dem operativen Hauptsitz des Unternehmens. In einigen Bereichen sind nur die (eher nominell agierenden) Finanzholdings in der Schweiz, die strategisch-operative Führung jedoch hat ihren Sitz in einem anderen Land.

**Direktinvestitionen von und nach Österreich von Nicht-Banken**

Übersicht 2

	Direktinvestitionen Österreichs im Ausland		Direktinvestitionen des Auslands in Österreich	
	Ströme	Bestände <sup>1)</sup>	Ströme	Bestände <sup>1)</sup>
	Mill S			
1970	279	1 418	2 403	9 074
1971	836	2 254	1 932	11 006
1972	541	2 795	1 789	12 795
1973	519	3 314	2 001	14 796
1974	391	3 705	3 002	17 798
1975	467	4 172	1 684	19 482
1976	1 015	5 187	1 899	21 381
1977	1 343	6 530	2 009	23 390
1978	1 216	7 746	2 276	25 666
1979	1 332	9 078	2 482	28 148
1980	1 089	10 167	3 028	31 176
1981	2 340	12 507	4 892	36 068
1982	2 525	15 032	3 468	39 536
1983	2 915	17 947	3 889	43 425
1984	1 345	19 292	2 173	45 598
1985	1 365	20 657	3 403	49 001
1986	3 714	24 371	2 472	51 473
1987	4 923	29 294	4 755	56 228
1988	2 302	31 596	4 988	61 216
1989	8 890	40 486	7 274	68 490
1990	18 409	58 895	6 718	75 208
1991 <sup>2)</sup>	10 393	69 288	2 392	77 600

Q: OeNB — <sup>1)</sup> Kumulierte Ströme seit 1960 — <sup>2)</sup> Vorläufig

(21%) auf österreichische Aufkäufe von ausländischen Unternehmen im Ausland (gewertet werden nur erworbene Produktionsstätten, Übersicht 1) Im zeitlichen Ablauf ragt der Sprung von 1988 auf 1989 heraus; in dieser Zeitspanne verdoppelte sich die Zahl der Operationen beinahe. Seither halten die Transaktionen mindestens dieses Niveau<sup>10)</sup>. Gründe für diesen Niveausprung sind die beschleunigte Verwirklichung geplanter Auslandsengagements und die rege Internationalisierung der Verstaatlichten Industrie im Rahmen ihrer Umstrukturierung.

Österreichische Fusionsaktivitäten im Ausland sind sehr deutlich auf Europa ausgerichtet: 72% der Operationen wurden in der EG gesetzt, 13% in der EFTA. Bevorzugtes Zielland ist Deutschland mit einem Anteil von 36% an den Transaktionen. An zweiter Stelle bereits folgt mit den USA aber ein nicht europäisches Land. In den letzten zwei Jahren nahmen die Aktivitäten in den ost-mitteleuropäischen Reformländern (besonders in Ungarn, aber auch der CSFR) und in Ostdeutschland deutlich zu. Dieses Ergebnis wird durch die Untersuchung der Wirtschaftsuniversität bestätigt, die zwar ebenfalls Deutschland als wichtigstes Zielland österreichischer Aufkäufer erkennt, an die zweite Stelle jedoch bereits Ungarn reiht vor Italien und der Schweiz (Kickingner, 1992, S 154).

In den meisten Fällen waren dies horizontale Zusammenschlüsse oder die Produktpalette ergänzende Übernahmen. Ziel ist der Auf- bzw. Ausbau von international operierenden Unternehmen, die in ihrem Marktsegment auch im EG-Raum bedeutende Marktanteile gewinnen wollen.

Innerhalb der Branchen dominieren die Bereiche Chemie und Papier. In Österreich ist die Papierindustrie stark kon-

zentriert. Sie scheint nicht in der Liste der binnenmarkt-sensiblen Sektoren auf (Bayer, 1991B), sie wird (über die allgemeine Notwendigkeit zur Strukturanpassung hinaus) nicht durch die Vollendung des Binnenmarktes beeinträchtigt. Übernahmen in diesem Sektor ermöglichen eine Ausweitung der Marktanteile in einzelnen Bereichen (Karton, Verpackungen) sowie die Sicherung von Abnehmern und Vertriebswegen auch im europäischen Raum.

Die Chemieindustrie ist in Österreich durch einen hohen Anteil an Auslandsbesitz, vor allem in den höherwertigen Bereichen (Pharmazeutika), gekennzeichnet. Die niedrigeren Verarbeitungsstufen (Grundstoffe, Agrarchemie) sind zum Großteil in Staatsbesitz. Trotz der Umstrukturierungsmaßnahmen der letzten Jahre gilt dieser Bereich als sensibel und eher wettbewerbschwach (Bayer, 1991B), nicht zuletzt deshalb, weil die rohstoff-, energie- und umweltintensive Produktion durch Weltmarktpreis- und Wechselkursschwankungen mitbestimmt wird.

**Beratungs- und Finanzierungsdienstleistungen für Fusionen in Österreich: Ergebnisse einer Umfrage**

Zur Klärung der Frage, ob sich die österreichische Fusionswelle auf das Angebot an spezifischen Beratungs- und Finanzierungsleistungen auswirkt, wurden Beratungs- und Finanzierungsinstitutionen für Fusions- und Beteiligungsgeschäfte befragt<sup>11)</sup>. Zeitpunkt der Erhebung war der Sommer 1991.

**Funktions- und Firmenprofil**

Von den acht befragten Institutionen sind zwei eigenständige Unternehmen, drei Tochterunternehmen von Banken und drei Abteilungen von Banken.

Drei Unternehmen sind Aktiengesellschaften mit voller Bankkonzession, zwei solche mit eingeschränkter Bankkonzession — also ohne Berechtigung zum Einlagen- und Kreditgeschäft. Drei weitere haben nur eine Konzession zur Unternehmensberatung.

Tochterunternehmen von Banken betonen ihre Unabhängigkeit vom Mutterunternehmen, doch sind sie auch als rechtlich selbständige Unternehmen angehalten, vorrangig Bankkunden zu betreuen und andere Geschäfte mitzuvermitteln. Zum Teil können sie jedoch auch Informationen über Bankkunden nutzen. Wieweit sie auf weitere Bankressourcen zurückgreifen können, ist von Bank zu Bank verschieden. Bankabteilungen arbeiten sehr eng mit den Kreditabteilungen zusammen, diese Institutionen sind wenig eigenständig.

Die Personalkapazitäten der untersuchten Organisationen sind — gemessen an internationalen Beispielen — gering. Sie reichen von 3 bis zu 20 Mitarbeitern (arithmetisches Mittel: 8). Hier werden Bankenabteilungen nicht berücksichtigt, da jene Angestellten auch andere Aktivitäten des Bankgeschäftes tätigen.

<sup>10)</sup> Die Zahl der angegebenen Fälle ist als Untergrenze anzusehen. Moschner (1989) errechnet mit einer etwas abweichenden Systematik und anderen Quellen eine höhere Zahl. Für 1987 und 1988 gibt er 26 Transaktionen mit „ausländischen Verkäufern“ an.

<sup>11)</sup> Die Befragung setzte sich aus der Übersendung einer Checkliste sowie Tiefeninterviews mit den Eigentümern, Geschäftsführern oder Abteilungsleitern dieser Beratungs- und Finanzierungsinstitutionen zusammen.

Alle Befragten betreuen jeweils nur ein Käufer- oder Verkäufermandat, mit Ausnahme eines Tochterunternehmens einer Bank, das auch reine Vermittlungsgeschäfte betreibt. Die Konzentration auf einen Kunden wird mit dem rechtsanwaltähnlichen Vertrauensverhältnis begründet, das für die Beratung und Durchführung eines Fusionsgeschäftes notwendig ist.

Die Befragten beklagen, daß es in Österreich schwierig sei, für die angebotene und erbrachte Beratungsleistung Entgelt zu verlangen. Dies trifft besonders auf Bankenabteilungen und -tochterunternehmen zu, da ihre Dienstleistung oft als Gratis-Zusatzleistung für die Abwicklung eines Kreditgeschäftes betrachtet wird. Grundsätzlich wird ein Mischsystem aus Vorauszahlung (Retainer) und Provision angewendet, die Vorauszahlung wird dann letztlich auf die Leistung angerechnet. Mit der Vorauszahlung sollen die Ernsthaftigkeit des Klientenwunsches abgesichert und mittelfristig auch die Fixkosten gedeckt werden. Nur ein Marktteilnehmer erhält für alle Dienstleistungen Fixzahlungen in Form von Honoraren und Aufwandsentschädigungen.

Das spezifische Fusionsgeschäft ist in Österreich noch sehr jung: Die rechtlich selbständigen Unternehmen, wie auch die Bankenabteilungen sind drei bis fünf Jahre alt.

In ihrer Selbsteinschätzung sehen sich die Fusionspezialisten als „Treuhand“ (der Klienteninteressen), als „Merchant Bank“, als „Generalunternehmer für Fusionsaktivitäten“ und als „Architekt“ des Fusionsprozesses. Diese unterschiedliche Selbsteinschätzung ist Ausdruck einer noch nicht gefestigten Anbieter-(Markt-)Struktur, die für ein neues Marktsegment üblich ist.

Ausländische Berater sind bisher in Österreich fast ausschließlich für grenzüberschreitende Geschäfte tätig, denn der rein österreichische Markt sei zu klein und unattraktiv. Die Befragten erwarten vom verstärkten Auftreten ausländischer Fusionspezialisten in Österreich (neben verstärktem Konkurrenzdruck) auch ein wachsendes Kostenbewußtsein der Klienten.

Das Fusionsgeschäft teilt sich im wesentlichen in zwei Hauptbereiche auf: in die *Beratung* und in die *Finanzierung*.

Die *Beratung* umschließt den gesamten nicht finanziellen Bereich. Dazu gehören strategische Ablaufplanung, Zielgruppenanalyse, Unternehmensbewertung, Marktanalyse, Verhandlungsanbahnung und -beteiligung bzw. Verhandlungsführung sowie die Erstellung von Finanzierungsplänen. Diese Dienstleistungen bieten alle befragten Akteure an, für die Hälfte der Fälle sind sie der Schwerpunkt der Tätigkeit.

Die *Finanzierungsfunktion* besteht im wesentlichen aus Kreditvermittlung und -vergabe, der Wertpapieremission und der Vermittlung von Beteiligungskapital. Aus Aktientausch ergeben sich in Österreich nur sehr selten Fusionstransaktionen. Auch die im Ausland üblichen „gemischten Finanzierungen“ (Anleihen unterschiedlicher Bonität, Kredit, Bargeld u. a.) sind in Österreich nur wenig gebräuchlich. Die befragten Unternehmen sind einhellig der Meinung, daß die Finanzierung im Rahmen österreichischer Fusionstransaktionen kein wichtiges Kriterium ist.

Meist wird aus dem Cash-flow der übernehmenden Unternehmen, aus Krediten, selten durch Aktienemission finanziert. Eine Ausnahme sind Management Buy-outs. Hier fehlt den Käufern — den Führungskräften des aufzukauenden Unternehmens — die erforderliche Finanzkraft, und die Zusammenstellung diverser Finanzierungspakete spielt eine wichtige Rolle.

Bankentochterunternehmen organisieren die Finanzierung im allgemeinen über ihre Muttergesellschaft. Allerdings kann eine solche Bindung in den meisten Fällen nicht Bedingung eines Beratungsgeschäftes sein. Für die Banken jedoch ist die Finanzierung die bedeutendste Aufgabe im Fusionsbereich, besonders für Leveraged Buy-outs. Das Beratungsgeschäft wird daher oft nur als Anbahnung gesehen.

Das Übergewicht relativ einfacher Finanzierungsformen gegenüber den im Ausland weiter verbreiteten Mischfinanzierungen (Unternehmensanleihen, Junk Bonds, Genußscheine, Mitwirkung von Investmentfonds sowie institutionellen Investoren) geht auf die dominante Position der Banken in Österreich sowie auf das weitgehende Fehlen institutioneller Anleger zurück. Nach Aussage von Spezialisten zeigen Investmentfonds und institutionelle Anleger aus dem In- und Ausland zwar prinzipiell Interesse am Beteiligungserwerb in Österreich, doch ergeben recht strenge Fondsrichtlinien einerseits und ein (behaupiteter) Mangel an Informationstransparenz seitens der beteiligten Unternehmen andererseits oft eine allzu hohe Hürde.

#### Gründe für den Markteintritt

Grund für das verstärkte Auftreten von Fusionspezialisten ist der tatsächliche Bedarf an solchen Beratungsleistungen. Die Nachfrage der Unternehmen nach einem hochwertigen Dienstleistungsangebot in diesem Bereich sollte durch den Aufbau eines inländischen Angebotes befriedigt werden. Darüber hinaus hätten die Reorganisation der Verstaatlichten Industrie seit 1986 sowie die Belebung der Wiener Börse seit 1985 zu einem aktiveren und größeren Fusionsmarkt beigetragen.

Vor allem die bankennahen Akteure heben hervor, daß sie aufgrund des verstärkten Konkurrenzdrucks im Kreditgeschäft allgemein mehr in den Dienstleistungsbereich tendieren und Folgegeschäfte aus dem Angebot von Beratungs- und Finanzierungsleistungen für Fusionen erwarten. Bankenunabhängige Spezialisten nennen die hohen Provisionen sowie die Zunahme von überregionalen und größeren Fusionsaktivitäten als wichtiges Motiv für den Markteintritt.

Die Befragten sind überwiegend der Meinung, daß Fusionstransaktionen in Österreich durchgehend solide finanziert sind und nicht aus spekulativen Gründen erfolgen. Spekulationen seien durch den wenig fungiblen Markt sowie die Enge des österreichischen Aktienmarktes allein schon aus institutionellen Gründen relativ enge Grenzen gesetzt.

Ein befragter Spezialist schätzt das österreichische Volumen für Fusionen 1989 auf mehr als 30 Mrd. S und auf etwa 130 Transaktionen. Diese Schätzung bewerten viele

Akteure als zu niedrig<sup>12)</sup>. Aus dieser Rechnung würde sich ein Wert von im Durchschnitt etwa 250 Mill S pro Transaktion ergeben, die Befragten schätzen ihn jedoch auf 60 bis 90 Mill S. Die Streuung dürfte hier allerdings sehr groß sein.

Übernahmepremien (also die Differenz aus dem Preis, den der Übernehmer bezahlt, und dem Firmenwert vor der Fusion) bewegen sich in einer Spannweite von 10% bis 200% des Firmenwertes, im Durchschnitt dürften sie 40% bis 60% erreichen<sup>13)</sup>. Hohe Prämien sind nach Aussage der Befragten vor allem mit Transaktionen über den Kapitalmarkt möglich, da nur wenige Unternehmen an der Börse notieren und die Prämie einem Aufpreis für die zusätzliche Liquidität des Papiers entspricht.

Obwohl das Käuferinteresse jenes der Verkäufer überwiegt, sind tatsächlich die Verkaufsmandate für die Akteure in der Überzahl.

Die Zahl der Marktteilnehmer in der Fusionsberatung und -finanzierung wird in Österreich auf rund 80 geschätzt, eine hohe Dunkelziffer (von Anwälten und Steuerberatern) ist hier jedoch wahrscheinlich. Innerhalb der letztgenannten Gruppe sind allerdings nur drei bis fünf Akteure international ausgerichtet und konkurrenzieren die Befragten.

Laut Umfrage dürften Investmentfonds und andere institutionelle Anleger in Zukunft wesentlich an Bedeutung gewinnen. In Österreich, wie auch international, besteht rege Nachfrage nach Eigenkapital bei gleichzeitig hoher Liquidität. In Österreich jedoch sei Kreditfinanzierung relativ zu Eigenkapitalfinanzierung zu billig und die Investitionsförderung, deren quantitative Bedeutung aber als rückläufig beurteilt wird, verhältnismäßig hoch. Mit diesem relativ billigen Fremdkapital könne die Finanzierung etwa über Buy-out-Fonds (LIBOR + 5%) nicht konkurrieren.

Die gesamtwirtschaftlichen Folgen der österreichischen Fusionsaktivitäten wurden durchgehend günstig beurteilt. Sie beschleunigten die Strukturereinigung, die Internationalisierung, die Lukrierung von Synergie-Effekten, die Effizienzsteigerung und das Unternehmenswachstum. Über kritische Stimmen zu den Fusionsaktivitäten etwa in den USA befragt, überwiegt die Meinung, daß dort entstandene „Auswüchse“ in Österreich aufgrund des Fehlens „feindlicher“ Übernahmen und der Absenz von „raiders“, die nur am raschen Gewinn, nicht an den Unternehmen selbst interessiert sind, nicht möglich sind. Dennoch wünschen sich die Akteure „bessere und aktuellere Unternehmensdaten“, die „Eindämmung des Insiderhandels“ sowie eine „wirksame Fusionskontrolle“, um die Rahmenbedingungen für das Fusionsgeschäft transparent und effizient zu gestalten.

#### Wirtschaftspolitische Bedeutung und Regulierungsbedarf

International dürfte die Fusionswelle ihren Höhepunkt bereits erreicht haben. In Österreich, das in diesem Bereich

#### Ablauf eines typischen Fusionsgeschäftes

Kein Fusionsgeschäft gleicht dem anderen. Professionelles Know-how spielt für erfolgreiche Fusionsaktivitäten eine überaus wichtige Rolle.

Den Kontakt mit dem Beratungsspezialisten sucht im allgemeinen der Kunde selbst. Ausnahmen hiezu sind in einigen Fällen die Bankenabteilungen, die aktiv aus dem Kundenstock des Mutterunternehmens akquirieren und denen ebenso wie den Banktochterunternehmen manchmal von demselben Kunden zugewiesen werden.

Die Spezialisten bemühen sich um Exklusiv-Mandate, sind in diesem Bestreben jedoch nicht immer erfolgreich. Viele Kunden stellen nur unverbindliche Anfragen, wollen sich „informieren“, ziehen sich mangels definierten Eigeninteresses oft wieder zurück. Ein „Retainer“ wirkt als Filter für die Ernsthaftigkeit des Kundenwunsches.

Nach der Kontaktaufnahme wird das betreffende Unternehmen geprüft und bewertet und eine Stärken-Schwächen-Analyse vorgenommen. Gleichzeitig wird der Markt analysiert, um die realwirtschaftlichen Möglichkeiten des Kundenwunsches auszuloten. Auf diese Phase folgt die Ermittlung des möglichen Partnerkreises.

In all diesen Schritten ist Vertraulichkeit äußerst wichtig. Besonders bei Vorliegen eines Verkaufsmandates muß in bezug auf den Zeitpunkt der öffentlichen Bekanntgabe des Mandats bzw. der Identität des Verkäufers sehr vorsichtig vorgegangen werden, da sonst Geschäftsschädigung auftreten kann bzw. der erzielbare Verkaufspreis gedrückt wird.

Melden sich ernsthafte Interessenten, folgt die Prospekterstellung, um die Informationsbasis zu verbreitern. An eine Analyse und die Klärung steuerlicher und rechtlicher Fragen schließt die Phase der Verhandlungsberatung des Klienten bzw. der Verhandlungsführung an.

Die Dauer aller Phasen wird im Durchschnitt mit acht bis neun Monaten angegeben, Extremwerte von sechs Wochen und drei Jahren wurden bereits beobachtet. Die Ablaufzeit wird entscheidend von der Vorbereitung und Ernsthaftigkeit des Kundenwunsches mitgeprägt. Als Optimaldauer wird ein Zeitraum von vier bis sechs Monaten genannt.

In Einzelfällen hilft der Berater neben der Finanzierung auch in der Durchführung der Fusion.

ein Nachzügler war, kann in den nächsten Jahren mit einer fortgesetzten Steigerung der Fusionsaktivitäten gerechnet werden, obwohl in den letzten Jahren bereits ein sprunghafter Aufholprozeß — sowohl der rein inländischen Transaktionen als auch jener, die der aktiven Internationalisierung dienen — eingeleitet wurde.

Folgende Gründe sind für die derzeitige österreichische Fusionswelle ausschlaggebend:

- Durch die EG-Integration nahmen sowohl die Aktivitäten von EG-Unternehmen in Österreich als auch die von Österreichern in EG- (Marktzugang) und EFTA-Ländern (Marktbehauptung) zu
- Die Öffnung der Länder Ost-Mitteleuropas bewirkt eine kräftige Aktivitätsausweitung Österreichs in diesen Ländern: Sie umfaßt den Marktzugang, den Kauf

<sup>12)</sup> Moschner (1991) schätzt die Zahl der Fälle 1989 auf 184, 1990 auf 248 (Transaktionsvolumen fast 43 Mrd S)

<sup>13)</sup> Dies entspricht internationalen Erfahrungen

von Marktanteilen und die Nutzung der dort zur Zeit relativ billigen Ressourcen

- Diese integrations- und reformgetriebenen Aktivitäten laufen vor dem Hintergrund des lange aufgeschobenen Generationswechsels und einer lange Zeit starren Eigentümerstruktur der österreichischen Industrie ab. Sie war traditionell von relativ kleinen Familienunternehmen, verstaatlichtem Eigentum und zunehmendem ausländischen Eigentum dominiert. Diese Struktur blockierte eine ökonomisch sinnvolle Umstrukturierung und Bereinigung der Größen- und Sektorengestaltung.

Infolge der Zunahme der österreichischen Fusionen entstand ein noch relativ kleiner, jedoch wachsender Pool von spezialisierten Unternehmen, die sich um Beratung, Durchführung und Finanzierung von Fusionsgeschäften bemühen. Ausländische Fusionspezialisten haben bisher hauptsächlich in größeren grenzüberschreitenden Transaktionen mitgewirkt<sup>14)</sup>. Versuche ausländischer Berater, sich in Österreich niederzulassen, waren bisher aufgrund des relativ kleinen Marktvolumens auf wenige Einzelfälle beschränkt. Im Zuge des EWR-Vertrags bzw. EG-Beitritts befürchteten die österreichischen Spezialisten jedoch zunehmende Konkurrenz aus dem Ausland.

Aus den öffentlich verfügbaren Informationen läßt sich bisher der Einfluß der Fusionswelle auf Österreichs Banken, die Zahlungsbilanz und die Unternehmenskonzentration in der Industrie (noch) nicht ablesen. In den Daten spiegeln sich zu viele andere Einflüsse, um die insgesamt doch recht geringen Fusionsaktivitäten sichtbar durchschlagen zu lassen. Ceteris paribus würde man höhere Fremdverschuldung und Zinsenlast erwarten, da Fusionstransaktionen nicht vollständig aus dem Cash-flow zu finanzieren sind. Entgegen diesen Erwartungen steigt in den letzten Jahren die Eigenkapitalquote und sinkt die relative Zinsenbelastung der Industrieunternehmen<sup>15)</sup>.

Die Konzentrationsrate in der österreichischen Industrie steigt deutlich. Seit 1976 hat sich der Anteil der vier, acht und zwölf größten Unternehmen am Netto-Produktionswert der Industrie fast verdoppelt.

Mit der Ausweitung der Fusionstätigkeit in Österreich gehen Anstrengungen zum Ausbau der Fusionskontrolle einher. So enthält der jüngste Vorschlag des Justizministeriums zur Kartellgesetznovelle (1991) erste Bestimmungen, die eine Anmeldung und eine Genehmigung von großen Fusionen durch die Kartellbehörde vorsehen. Zwar verfolgen diese Vorschläge die Richtung der in anderen westeuropäischen Ländern üblichen Bestimmungen, doch bleiben sie hinter jenen Deutschlands und auch der EG zurück. Sanktionen sind weder für das Versäumen der Melde- und Genehmigungspflicht vorgesehen noch für trotz Untersagung vorgenommene Fusionen. Es gibt keine (rückwirkende) Entflechtungsmöglichkeit, wohl aber Ge-

nehmigung unter Auflagen. Auch die Dominanz der „Amtsparteien“ (Bund, Sozialpartner) im Verfahren bleibt bestehen: Sozialpartner (als Interessenvertreter) beurteilen die Wahrung des Wettbewerbs und die volkswirtschaftlichen Vorteile einer Fusion.

Eine Reihe von Bestimmungen, die trotz Vorliegens von Untersagungsgründen dennoch die Genehmigung von Zusammenschlüssen vorgeben, ist ohne konkrete Vorgaben formuliert und läßt einen sehr weiten Interpretationsspielraum<sup>16)</sup>.

Die EG-Fusionskontrollverordnung, die 1990 in Kraft getreten ist, entspricht weitgehend den deutschen Vorstellungen von Wettbewerbspolitik (Block, 1992, S. 26). Sie ist überwiegend auf die Verhinderung von grenzüberschreitenden „Elefantenhochzeiten“ ausgerichtet (der Gesamtumsatz der beteiligten Unternehmen muß mehr als 5 Mrd. ECU betragen). Die Kriterien, nach denen die Beeinträchtigung des Wettbewerbs zu prüfen ist, sind in der EG-Verordnung genau festgelegt: Marktstellung, wirtschaftliche Macht, Finanzkraft der beteiligten Unternehmen, Wahlmöglichkeiten der Lieferanten und Abnehmer, Zugang zu Beschaffungs- und Absatzmärkten, rechtliche oder reale Marktzutrittsschranken, Angebots- und Nachfrageentwicklungen, Interessen der Zwischen- und Endverbraucher sowie Entwicklung des technischen und wirtschaftlichen Fortschritts.

Damit ist die EG-Verordnung deutlich weitreichender als der österreichische Vorschlag. Ähnlich wie in Österreich gibt es jedoch auch in der EG eine „Escape“-Klausel, nach der Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit (technischer und wirtschaftlicher Fortschritt) als Gegenargument zur Wettbewerbseinschränkung ebenfalls zulässig ist. In welchem Umfang industriepolitische Entscheidungen in der Realität den wettbewerbspolitischen vorgezogen werden, kann derzeit noch nicht festgestellt werden.

Neben den EG-Bestimmungen zur Fusionskontrolle regeln auch genaue Verfahrensvorschriften die Übernahmeangebote und ihre Durchführung<sup>17)</sup>. Sie gewährleisten die Grundsätze der Gleichbehandlung der Anbieter und Nachfrager, die Transparenz und eine möglichst geringe Behinderungen des Marktzugangs. Bemerkenswert sind hier besonders jene Regeln, die die zwingende Meldung der Besitzverhältnisse für Unternehmen ab einem Anteilsbesitz von 10% und die Deklaration der künftigen Absichten ab einem Drittelanteil vorschreiben. Jeder Zukauf konkurrierender Bieter, die bereits mit mindestens 5% an dem Zielunternehmen beteiligt sind, muß an die Aufsichtsbehörde gemeldet werden. Diese Informationsverpflichtungen gestalten Fusionsvorgänge nach außen zwar transparenter, verringern jedoch tendenziell das Aktivitätsniveau von Fusionen, da das kaufwillige Unternehmen die durch Transparenzverpflichtungen hohen Transak-

<sup>14)</sup> Einige Ausnahmen, vor allem in bezug auf rein österreichische Groß-Transaktionen, bestätigen die Regel.

<sup>15)</sup> In einer Reihe von Fällen haben freilich Fusionsaktivitäten erhöhte Zinsbelastungen und einen drastischen Rückgang der Eigenkapitalquote verursacht, doch ist dies keineswegs repräsentativ für die Gesamtindustrie.

<sup>16)</sup> So steht im § 42b Abs. 4 des Vorschlags: „Trotz Vorliegens der Untersagungsbedingungen ... hat das Kartellgericht auszusprechen, daß der Zusammenschluß nicht untersagt wird, wenn der Anmelder nachweist, daß 1. durch den Zusammenschluß auch Verbesserungen der Wettbewerbsbedingungen eintreten, die die Nachteile der Marktbeherrschung überwiegen, oder 2. der Zusammenschluß zur Erhaltung oder Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der beteiligten Unternehmen notwendig und volkswirtschaftlich gerechtfertigt ist.“ Mit welchen Mitteln dieser „Beweis“ geführt werden soll, bleibt ebenso offen wie seine Bewertung.

<sup>17)</sup> Vorschlag der Kommission zur 13. Richtlinie bezüglich der Übernahme von Unternehmen in den Mitgliedstaaten.

tionskosten der Objektsuche mit lukrierten Kursgewinnen nicht ausgleichen kann (Eymann — Menichetti, 1991, S 1081). Die Richtlinie schreibt auch vor, Angebote für die Gesamtheit der Aktien zu unterbreiten. Da die Richtlinie nur für börsennotierte Unternehmen gilt, werden die Anteilseigner nicht börsennotierter Unternehmen diskriminiert, denn die Schutzbestimmungen der Richtlinie kommen ihnen nicht zugute.

Vor dem Hintergrund der Reichweite dieser Regulierungen sind die bestehenden und geplanten Regelungen in Österreich nur als erste Schritte einzuschätzen. Zweifellos gehen sie in die richtige Richtung, indem sie mehr Transparenz und eine — wenn auch vielleicht ungenügend definierte — Kontrolle großer Fusionen durch das Kartellgericht festschreiben. Das notwendige Ausmaß an Regulierung sowie die inhaltliche Bestimmung zur Erfüllung der Kontrollfunktion durch eine rechtlich und ökonomisch qualifizierte Institution sollten sich (in dieser Reihenfolge) an den Erfordernissen der Volkswirtschaft, der Konsumenten und der beteiligten Unternehmen orientieren. Besonders in Österreich überwog in der Vergangenheit oft das industriepolitische Argument der Ausweitung der Wettbewerbsfähigkeit nach außen jenes der Erhöhung von Konkurrenz. Der vorliegende Novellierungsvorschlag erkennt diesen Zielkonflikt zwar an, bleibt aber durch die Unbestimmtheit der Aussagen der neuen Paragraphen dennoch zwischen diesen beiden Zielsetzungen ambivalent. Es ist zu befürchten, daß aufgrund der in dieser Novellierung obwaltenden Vorsicht bald zusätzlicher Novellierungsbedarf auftreten wird.

### Literaturhinweise

Arbeiterkammer. Informationen über multinationale Konzerne laufende Jahrgänge  
 Arbeiterkammer. „Fusionen und Übernahmen“. Informationen über multinationale Konzerne 1989. (Sondernummer)  
 Bayer, K. „Eigentumsübergang von Industriebetrieben an Ausländer“. WIFO-Monatsberichte. 1973. 46(8)

Bayer, K. „Fusionen und Beteiligungen Was bedeutet die internationale Fusionswelle für Österreich?“, WIFO-Monatsberichte. 1988 61(10)  
 Bayer, K. (1991A). How Efficient is the Market for Corporate Control as an Incentive Mechanism? An Evaluative Survey of the Literature. WIFO Working Papers, 1989, (33)  
 Bayer, K. (1991B). „EG-Binnenmarkt und Wettbewerbsstärke der österreichischen Sachgütererzeugung“, WIFO-Monatsberichte. 1991, 64(8)  
 Bayer, K., Palme, G. „Strukturpolitische Aspekte einer Betriebsansiedlungspolitik“. WIFO-Monatsberichte, 1987 60(2)  
 Block, A. „Die europäische Fusionskontrolle“. WSI-Mitteilungen. 1992 (1)  
 Buigues, P., Ilzkovitz, F., Lebrun, J.-F. „Industrieller Strukturwandel im europäischen Binnenmarkt: Anpassungsbedarf in den Mitgliedstaaten“. Europäische Wirtschaft. 1990 (Sondernummer)  
 Cecchini, P. „Der Vorteil des Binnenmarktes (Cecchini-Bericht). Baden-Baden 1988  
 EG-Kommission. 16 bis 20 Bericht über die Wettbewerbspolitik. Brüssel-Luxemburg. 1987 bis 1991  
 Eymann, A., Menichetti, M. J. „Die Regulierung des Marktes für Unternehmen in den Europäischen Gemeinschaften“. Zeitschrift für betriebliche Forschung. 1991, 43(12)  
 Jacquemin, A. et al. „Horizontale Konzentration, Fusion und Wettbewerbspolitik in der EG“. Europäische Wirtschaft. 1989. (40)  
 Jensen, M. „Agency Costs of Free Cash Flow. Corporate Finance and Takeovers“. American Economic Review. 1986. 76(1)  
 Kickinger, P. „Mergers and Acquisitions in Österreich“. Wirtschaftspolitische Blätter 1992. (1)  
 Moschner, M. „Der M&A-Markt in Österreich“. Österreichisches Bank-Archiv, 1989. (4)  
 Moschner, M. „Der M&A-Markt in Österreich“. Österreichisches Bank-Archiv 1990. (4)  
 Moschner, M. „Der M&A-Markt in Österreich“. Österreichisches Bank-Archiv 1991 (4).  
 Oesterreichische Nationalbank. Berichte und Studien. 1991. (2).  
 Pichl, C. (1989A). „Internationale Investitionen. Entwicklungsniveau und Landesgröße“. WIFO-Monatsberichte. 1989. 62(4)  
 Pichl, C. (1989B). „Direktinvestitionen und Beteiligungen im Ausland. Ergebnisse einer Umfrage in der Industrie“, WIFO-Monatsberichte. 1989. 62(6)  
 Pichl, C. (1989C). „Integrationseffekte aus der Sicht österreichischer Industrieunternehmen“, WIFO-Monatsberichte 1989 62(11)  
 Pratten, C. „A Survey of the Economies of Scale“. Economic Papers 1988 (EN/290/88-EN)  
 Ravenscraft, D., Scherer, F. Mergers Sell-Offs and Economic Efficiency. Brookings Washington, D. C. 1987  
 Shiller, R. J. „Fashions, Fads and Bubbles in Financial Markets“, in Coffee, J., Lowenstein, I., Rose-Ackerman, S. (Hrsg.) Knights Raiders & Targets. New York 1988  
 Tichy, G. „Der neue Größenwahn der Fusionen — Haben bloß Giganten eine Zukunft?“, Wirtschaftspolitische Blätter 1991. (4)