

Finanzwissenschaftliche Diskussionsbeiträge

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät, Universität Potsdam

Special Series

Der Privatisierungsprozeß in Bulgarien – Strategien, Widersprüche und Schlußfolgerungen

by

Radostina Bakardjieva



Athens



St. Andrews



Berlin



Potsdam



Szczecin



Warsaw



Sofia

Industrial and Social Policies in Countries in Transition

No. S-5

Radostina Bakardjieva

Bulgarian Academy of Sciences
Institute of Economics
Aksakov-Str. 3
BG-1040 Sofia, Bulgaria

Der Privatisierungsprozeß in Bulgarien -
Strategien, Widersprüche und Schlußfolgerungen

Juni 1998

Finanzwissenschaftliche Diskussionsbeiträge
Special Series: Industrial and Social Policies in Countries in Transition

University of Potsdam, Faculty of Economics and Social Sciences

in cooperation with:

Athens University of Economics and Business, Department of Economics

University of St. Andrews, Department of Economics

Humboldt-University of Berlin, Department of Agricultural Economics and Social Sciences

Agricultural Academy of Szczecin, Faculty of Economics

Institute of Labour and Social Studies, Warsaw

Bulgarian Academy of Sciences, Institute of Economics

Discussion paper series editor: Prof. Dr. Hans-Georg Petersen, University of Potsdam, Faculty of Economics and Social Sciences, P.O. Box 900 327, D-14439 Potsdam. Phone: +49-331-977-3394; Fax: +49-331-977-3392; Email: lsfiwi@rz.uni-potsdam.de

ISSN 0948 – 7549

Der Privatisierungsprozeß in Bulgarien - Strategien, Widersprüche und Schlußfolgerungen

Radostina Bakardjieva

Bulgarian Academy of Sciences, Institute of Economics
Aksakov-Str. 3, BG-1040 Sofia, Bulgaria. E-mail: ineco@bgearn.ACAD.bg

Abstract: Privatisation in Bulgaria strategies, contradictions, and conclusions. The paper describes three stages of the privatisation process in Bulgaria 1990-1997. In the first period (1990-1993) progress was very slow. Only after 1993 a significant privatisation started. Mainly retail shops, restaurants and small businesses of various kinds were sold. In 1996 a programme for mass-privatisation was launched which has led to a widespread share-ownership in Bulgaria.

1. Einleitung

Die Privatisierung in Ostmitteleuropa läßt sich als ein Vorgang definieren, in dem staatliche Institutionen oder vom Staat hierzu autorisierte Private die bisherigen Eigentumsrechte des Staates mittels unterschiedlicher Verfahrensweisen auf private Eigentümer so übertragen, daß im Ergebnis dieses Eigentumstransfers die neuen Eigentümer die vollen, durch die rechtsstaatliche Rahmenordnung garantierten Verfügungs- und Nutzungsrechte über die in ihre Hand übergegangenen Ressourcen besitzen. Beim derzeitigen Privatisierungsprozeß in Bulgarien sind drei Hauptetappen zu unterscheiden, die allerdings von den widersprüchlichen Beschlüssen der einander oft ablösenden Regierungen geprägt waren und sehr unterschiedliche politische Zwecke verfolgten.

Die erste Etappe der Privatisierung in Bulgarien (1990-1993) wird durch die Blockierung der legalen Privatisierung charakterisiert; hohe Priorität wurde vielmehr der "spontanen Privatisierung" eingeräumt; außerdem erfolgte eine Akzentsetzung auf die Restitution, die letztlich zulasten der Privatisierung ging. Ähnlich wie in anderen ehemals sozialistischen Ländern, z.B. Polen und Ungarn, handelt es sich in dieser Etappe nicht um eine reale Übertragung von Staatseigentum in private Hände, sondern nur um die selbständig betriebene Umwandlung von Staatsunternehmen in Kapitalgesellschaften sowie die Gründung von Tochtergesellschaften.¹ Diese damals nur auf dem Papier erfolgte Privatisierung hat ihren eigentlichen Zweck – nämlich

¹ Vgl. Earle/Frydman/Rapaczynski (1993, S. 90-107).

die Einführung effizienter Strukturen und die Umsetzung moderner Produktionsmethoden durch Übertragung des Eigentums in die Hände eines geeigneten Managements – verfehlt.

In der zweiten Etappe (1993–1995) wurde mit der Kassenprivatisierung begonnen. Mit ihr wurde der Grundstein für die Belegschaft–Manager–Privatisierung (employee–management buy out) gelegt, die sich die im Gesetz vorgesehene Vergünstigung der Ratenzahlung zunutze macht (DV, Nr. 38, 1992). Die wichtigste Charakteristik der dritten Etappe des Privatisierungsprozesses in Bulgarien ist die Übernahme des Modells der Massenprivatisierung als eine alternative Verfahrensweise. Im Jahr 1996 wurde die rechtliche Regelung für die Massenprivatisierung geschaffen und ein Privatisierungsfonds gegründet (DV, Nr. 1, 1996). Seit dem zeichnet sich eine vierte Etappe ab, die mit der Formulierung der Privatisierungsstrategie unter Anleitung des Währungsrates und Beachtung entsprechender Vereinbarungen mit dem IWF und der Weltbank begonnen hat.

2. Die Kassenprivatisierung in Bulgarien

2.1. Grundlagen der Privatisierung

Seit dem Inkrafttreten des Gesetzes über die Umwandlung und Privatisierung der staatlichen und kommunalen Unternehmen sind bis Ende 1996 im Bereich der Kassenprivatisierung in Bulgarien insgesamt 4810 Beschlüsse über die Privatisierung von Handelsgesellschaften, ausgegliederten Teilunternehmen und nichtumgewandelten Unternehmen gefaßt worden. Bei letzteren handelt es sich um Staatsunternehmen, die 1991 nicht in Aktiengesellschaften umgewandelt worden sind (s. Tabelle 1). Der Anteil der zentralverwalteten Unternehmen, die der Privatisierung unterliegen, beträgt 31,7%, der durch die Gemeinden verwalteten Unternehmen 68,3%. Es ist offensichtlich, daß die Privatisierung des Kommunaleigentums viel zügiger verläuft.

Das Verhältnis der verkauften Gemeindeunternehmen zu den der verkauften staatlichen Unternehmen beträgt 5:1. Allerdings ist die Summe der Aktiva der privatisierten Staatsunternehmen ungefähr zehnmal größer als die der privatisierten Gemeindeunternehmen; da die verkauften Staatsunternehmen größer sind als die der Gemeinden. Trotz des höheren zahlenmäßigen Anteils des entstaatlichten Kommunaleigentums macht der Wert der Aktiva der staatlichen Unternehmen 95,9% der Aktiva aller laut Beschluß der Privatisierung unterliegenden Unternehmen aus. Der Anteil der ausgegliederten Teilunternehmen und der nichtumgewandelten Unternehmen ist mit 79,7% gegenüber dem zur Privatisierung angebotenen staatlichen und kommunalen Eigentum

vorherrschend. Die Anzahl der Beschäftigten in den betroffenen Unternehmen beträgt ungefähr 280 000 Arbeitnehmer. 1996 wurden 1082 Beschlüsse zur Privatisierung gefaßt, und die Anzahl der Beschäftigten beläuft sich auf 36 500 Beschäftigte.

Tabelle 1: Beschlossene und abgeschlossene Privatisierungsgeschäfte (1992 – 1996)

	Beschlossene Geschäfte	Abgeschlossene Geschäfte
1992	102	15
1993	613	128
1994	1380	363
1995	1633	1098
1996	1082	792
Insgesamt	4810	2396

Quelle: Sozialno-ikonomichesko rasvitie – Bulgaria, 1996, NSI, Sofia, S. 89.

Im Zeitraum von 1992–1996 wurden im Bereich der Kassenprivatisierung 2396 Geschäfte abgeschlossen, wobei sich der Anteil der verkauften ausgegliederten Teilunternehmen und nichtumgewandelten Unternehmen auf 93,1% beläuft. Allein im Jahr 1996 wurden 792 Geschäfte abgeschlossen, und der Anteil der ausgegliederten Unternehmensteile und nichtumgewandelten Unternehmen beträgt 95,3% (s. Tabelle 2).

Tabelle 2: Beschlossene Privatisierungsgeschäfte und abgeschlossene Privatisierungsgeschäfte (1992–1996)

	Insgesamt	Staatseigentum	Gemeindeeigentum
Beschlüsse	4810	1523	3287
Davon:			
Handelsgesellschaften	975	912	63
Nichtumgewandelte Unternehmen und abgesonderte Teile	3835	611	3224
Geschäfte	2396	423	1973
Davon:			
Handelsgesellschaften	166	144	22
Nichtumgewandelte Unternehmen und abgesonderte Teile	2230	279	1951

Quelle: Statisticheski spravochnik, NSI, 1997, Sofia, S. 202

Das zwischen 1992 und 1996 über die Kassenprivatisierung verkaufte Staats- und Gemeindeeigentum hat einen Gesamtwert von ca. 29 Milliarden Lewa (s. Tabelle 3); der Anteil der verkauften Aktien der Handelsgesellschaften beläuft sich auf 69,3%. Nach Ausgleich der Verbindlichkeiten der privatisierten Unternehmen und der Berücksichtigung der Privatisierungs-

kosten einschließlich der möglichen Ratenzahlungen ergaben sich in einem speziellen außeretatmäßigen Konto Einnahmen in Höhe von 21,2 Milliarden Lewa, davon 7,6 Milliarden Lewa in Obligationen. Unter den zwischen 1992 und 1996 im Rahmen der Kassenprivatisierung privatisierten Unternehmen befinden sich 166 Handelsgesellschaften, deren Aktien überwiegend der Staat bzw. die Gemeinden halten. In 44 dieser Handelsgesellschaften haben die Arbeitnehmer ihr Recht auf den Aktienkauf zu Vorzugsbedingungen genutzt.

Tabelle 3: Privatisierte Unternehmen – Verkaufseinnahmen und Privatisierungskosten (1992–1996) in Mill. Lw.

	Anzahl der Objekte	Wert des verkauften Eigentums	Verkaufseinnahmen		Privatisierungskosten
			Insgesamt	Obligationen	
Insgesamt	2396	29185	13780	429	167
Handelsgesellschaften	166	20234	8957	360	113
Nichtumgewandelte HG und abges. Teile	2230	8951	4823	69	54

Quelle: Statiticheski spravochnik, NSI, Sofia, 1997, S. 201

Die Kassenprivatisierung betrifft hauptsächlich die kleinen und mittleren Betriebe. Von der Gesamtheit der zwischen 1992–1996 privatisierten ausgegliederten Teilunternehmen (ihre Anzahl ist 2181, davon 237 oder 10,9% in staatlichem und 1944 oder 89,1% in Kommunaleigentum) haben die Einzelhandelsgeschäfte (1016), die Konditoreien und die Snackbars (171), die Ateliers (147), die Restaurants (123), die Pavillions (107), die Werkstätten (97), die Aperitifbars (65), die Lagerhäuser (59), die Produktions- und Handelshäuser (40), die Autoreparaturwerkstätten (20) u.a. den Vorrang. Es ist ohne Zweifel, daß die kleineren Objekte sich leichter verkaufen lassen, da einen geringeren Investitionsaufwand erfordern. In dieser Hinsicht entspricht der irreversible Entwicklungsprozeß der "kleinen Privatisierung" in Bulgarien völlig dem in den übrigen Ländern Mittel- und Osteuropas verlaufenden Transformationsprozeß.

Zwischen 1992 und 1996 vollzog sich der Privatisierungsprozeß in Bulgarien am intensivsten in den folgenden Branchen: Handel, Verwaltung, Industrie, Wohnungswirtschaft und kommunale Dienstleistungen, Bauwesen.

In anderen Wirtschaftszweigen wie Versicherung, Kultur und Kunst, Wissenschaft und Ausbildung, Gesundheitswesen, Sport und Tourismus oder Verkehr ist die Privatisierung stark zurückgeblieben. Im Bankensystem ist der Entstaatlichungsprozeß eingefroren.

2.2. Privatisierungsverfahren

Hinsichtlich der Privatisierungsverfahren bietet die bulgarische Praxis eine breite Palette möglicher Vorgehensweisen an, die sich nicht allzusehr von den in anderen mittel- und osteuropäische Ländern genutzten Verfahren unterscheiden.² Beim Verkauf von Aktien der Handelsgesellschaften werden in Bulgarien Verhandlungen mit potentiellen Käufern (64,5% aller Verkäufe) sowie auch die öffentlich bekanntgegebenen Ausschreibungen bevorzugt (s. Tabelle 4). Beim Verkauf von ausgegliederten Teilunternehmen und nichtumgewandelten Unternehmen erfolgen die Abschlüsse hauptsächlich durch öffentliche Auktionen (33,1% aller Verkäufe), Verkauf an Arbeitnehmerkollektive (14,6%) und Leasing (34,3%).

Tabelle 4: Art der Privatisierungsverfahren (1992–1996)

	Offener Aktienverkauf	Auktion	Ausschreibungen	Verhandlungen	Verkauf an Arbeitnehmerkollektive	Verkauf an Mieter und Pächter
Handelsgesellschaften	1,8	1,7	17,5	64,5	14,5	–
Nichtumgewandelte Unternehmen und abge sonderte Teile	–	33,1	7,4	10,6	14,6	34,3

Quelle: Statisticheski spravochnik, NSI, Sofia, 1997, S. 204.

Eine Voraussetzung für die Durchführung einer Auktion ist der gefaßte Beschluß über die Privatisierung einer im Staats- bzw. Gemeindeeigentum stehenden Aktiengesellschaft durch Aktien- oder Anteilverkauf (Auktionsverordnung, Art. 4). Bei der offenen Auktion beginnt die Versteigerung mit einem ursprünglich bestimmten Preis. Die Versteigerungsangebote haben den festgesetzten Versteigerungsschritt zu berücksichtigen, der nicht kleiner als 1% und nicht größer als 10% des ursprünglich bestimmten Preises sein darf (Art. 9). Bei Auktionen mit geheimer Versteigerung stellen die Teilnehmer der Auktionskommission versiegelte Umschläge zur Verfügung, die ihr Angebot bezüglich des Preises enthalten. Den Zuschlag erhält derjenige Teilnehmer, der den höchsten Preis angeboten hat. Wenn zwei oder mehrere Teilnehmer den gleichen Preis geboten haben, geht die Auktion nur unter ihnen weiter, aber dann in Form einer offenen Versteigerung.

Der Aktien- und Anteilverkauf durch Ausschreibung gehört zu den ziemlich selten angewandten Privatisierungsverfahren. Ihre geringe Anwendung läßt sich dadurch erklären, daß bei Ausschreibungen normalerweise zusätzliche Forderungen an den Käufer gestellt werden, die

² Vgl. Glismann (1993) und Siegmunt (1997).

Unternehmensidee und –planung, die Höhe der zukünftigen Investitionen usw. betreffen. Außerdem erwirbt der Käufer in der Regel nicht alle Aktien der Gesellschaft. Dabei besteht das Problem darin, daß sich der Anteils Käufer an die Klauseln des Gesellschaftsvertrags bindet, der ohne seine Teilnahme zustande gekommen ist. Er ist gezwungen, auf diese Klauseln Rücksicht zu nehmen, und in vielen Fällen verpflichtet er sich durch den Verkaufsvertrag auch dazu, sie im Laufe einer bestimmten Zeitspanne unverändert zu lassen. In diesem Fall wird ersichtlich, daß die Forderung an den Käufer, einen Unternehmensplan zu entwerfen und sich zu größeren Investitionen zu verpflichten, unfair ist, da die Verpflichtungen des Käufers fremdbestimmt sind und von den Beschlüssen der Hauptversammlung abhängen.

Es ist bemerkenswert, daß die Privatisierungsagentur und die Ministerien den Verkauf von Aktien der Handelsgesellschaften in den meisten Fällen mittels Verhandlungen mit den potentiellen Käufern verwirklichen, obwohl die bulgarische Gesetzgebung auch andere Möglichkeiten bietet, wie z.B. den offenen Aktienverkauf oder die öffentliche Auktion von Unternehmenspaketen. Im Unterschied zu den anderen Verkaufsverfahren ist es nur bei den Verhandlungen möglich, daß die anfänglichen Angebote der potentiellen Käufer zu jeder Zeit bis zu deren Abschluß geändert werden, ohne daß man gegen das Prinzip der gleichberechtigten Beteiligung aller Personen an dem Privatisierungsprozeß verstößt. Der Aktien- bzw. Anteilsverkauf durch direkte Verhandlungen steht folglich dem Handels- und Marktverkauf am nächsten.

Im Laufe der Verhandlungen hat die für ihre Durchführung zuständige Kommission das Recht, ein flexibles Herangehen an den Markt auszuüben, da die möglichen Veränderungen des ursprünglich festgesetzten Preises, der Zahlungsweisen und die sie begleitenden Bedingungen und Ansprüche zur Durchsetzung jenes Angebots führen, das für den Verkäufer am vorteilhaftesten ist. Daher sind die Verhandlungen mit den potentiellen Käufern ein sowohl vom Verkäufer als auch vom Käufer vorgezogenes Verkaufsverfahren. Es ist eine andere Frage, ob die Verhandlungen sich in der Praxis zu lange hinziehen, was sehr oft subjektive Faktoren über die objektiven Marktkriterien triumphieren läßt. Deshalb kann der Eindruck entstehen, der Endkäufer sei aus politischen oder anderen subjektiven Hintergründen ausgewählt worden. Sehr oft hat das zur Folge, daß das Vertrauen der Gesellschaft in den Privatisierungsprozess abnimmt.

Zur Teilnahme an solchen Verhandlungen mit potentiellen Käufern fordert die Privatisierungsagentur obligatorisch folgendes: die gesetzlich vorgeschriebenen Unterlagen, eine Barrücklage, deren Höhe nicht weniger als 1% des Wertes der Investitionsgüter des zu privatisierenden Unternehmens ausmacht, oder eine Bankbürgschaft. Die Barrücklage soll vor dem Verhandlungsbeginn der Privatisierungsagentur zur Verfügung gestellt und vom endgültigen vereinbarten

Kaufpreis abgezogen werden, wenn das Geschäft erfolgreich abgeschlossen ist. Anderenfalls wird die Barrücklage zurückgezahlt. Außerdem ist eine dreijährige Unternehmensplanung bei Verhandlungsbeginn vorzulegen.

Es ist zu empfehlen, die angewandten Verkaufsverfahren zu erweitern, indem man den Akzent auf den offenen Aktienverkauf und die öffentlichen Auktionen setzt. Der offene Aktienverkauf kann als Verkaufsverfahren nur von der Privatisierungsagentur direkt angewendet werden. Die anderen Institutionen, die das Recht auf offenen Aktienverkauf haben, müssen ihre Tätigkeit obligatorisch mit der Agentur in Einklang bringen.

Während bei der Auktion, der Ausschreibung und den direkten Verhandlungen Aktienpakete verkauft werden, ist beim offenen Verkauf auch der Einzelaktienverkauf möglich. Das erlaubt mehreren Personen, Aktien einer Gesellschaft zu erwerben. Zugleich aber erschweren eine allzugroße Stückelung des Kapitals und die Anwesenheit vieler kleiner Aktionäre das Funktionieren der Gesellschaft, was sich auf ihre Marktpositionen negativ auswirkt. Im Privatisierungsbeschuß müssen einer Gesellschaft, deren Aktien verkauft werden, der Nominalwert und der Verkaufspreis der Aktien, der Anfangs- und Endverkaufstermin, die Zahlungsweise und das Datum der Hauptversammlung angezeigt werden. Rein technisch gesehen nimmt das viel Zeit in Anspruch, und das Privatisierungstempo wird verlangsamt. Aus diesem Grund und wegen einiger Ungereimtheiten im Gesetz ist der offene Aktienverkauf ein zu selten angewendetes Privatisierungsverfahren.

In der bulgarischen Gesetzgebung wird eine Präferenzbeteiligung der Arbeiter und Angestellten an der Privatisierung vorgesehen, nämlich 20% der Anteile und Aktien des zu privatisierenden Betriebes. Die restlichen 80% unterliegen einem Verkauf. Das Recht auf Präferenzeinkauf von Aktien kann innerhalb einer dreimonatigen Frist nach dem Verkaufsbeginn genutzt werden. Der Verkaufsbeginn ist der Moment, in dem die Auktion, die Ausschreibung oder die Verhandlungen bezüglich des Verkaufs des 80prozentigen Aktienpakets der Gesellschaft eröffnet werden und der Aktienpreis festgesetzt wird.

Der Verkauf des 80prozentigen und des 20prozentigen Anteils verlaufen gleichzeitig. Während aber bei der Auktion, der Ausschreibung oder den Verhandlungen ein Wettbewerb der Teilnehmer entsteht, der das Erwerben des Aktienpakets zum Ziel hat, fehlt dieser beim Präferenzeinkauf. Beim Präferenzeinkauf des 20prozentigen Anteils sind die maximale Anzahl der von einer Person zu erwerbenden Aktien, das Ausmaß des Abschlags und die Zahlungsweise im voraus festgelegt.

Der Verkauf des 20prozentigen Anteils an die Arbeiter und Angestellten erfolgt nach den Präferenzpreisen – d.h. 50% des Verkaufspreises der Aktien. Die Anlage ist dabei begrenzt auf den Bruttoarbeitslohn der letzten 24 Monate im privatisierten Betrieb. Im Prozeß der Massenprivatisierung haben die Arbeitgeber und Angestellten das Recht, ein 10prozentiges Aktienpaket der Gesellschaft kostenlos zu erhalten. Der Gesamtwert der erworbenen Aktien darf jedoch die Summe der Bruttoarbeitslöhne der jeweiligen Person für die letzten 24 Monaten nicht überschreiten.

Das Recht auf Aktienkauf mit Abschlag und auf kostenlosen Aktienerhalt hängt mit verschiedenen Privilegien zusammen. In erstem Fall muß das Unternehmen Objekt der Kassenprivatisierung sein, und im zweiten Fall ist der kostenlose Erwerb des 10prozentigen Aktienpakets nur dann möglich, wenn der Betrieb auf der Liste der Massenprivatisierung steht. Das Recht auf kostenlosen Aktienerwerb und das Recht auf Aktienkauf mit Abschlag können nicht gleichzeitig genutzt werden. Eine Präferenzkumulation ist nicht zulässig: wenn man das Recht auf kostenlosen Aktienerwerb nutzt, entfällt das Recht auf Aktieneinkauf mit Abschlag und umgekehrt.

Wenn die Auktion, die Ausschreibung oder die Verhandlungen von einer juristischen Person gewonnen werden, zu deren Mitaktionären agierende Arbeiter und Angestellte zählen sowie Personal, das seine Arbeitsbeziehungen bis 8 Jahre vor dem Privatisierungsbeschluß abgebrochen hat, dann hat sie das Recht, den Verkaufspreis durch Teilzahlung in einer 10jährigen Frist und einer einjährigen Gratisperiode zu zahlen. Die Teilzahlung ist nur unter der Bedingung möglich, daß zur juristischen Person mindestens 50% der Arbeiter und Angestellten gehören und daß der Bilanzwert der Aktiva des Unternehmens nicht über 150 Mill. Lewa liegt. In der Praxis wird dieses Verfahren zum Anteils- und Aktienerwerb als Arbeitnehmer-Manager-Privatisierung bezeichnet.

Insbesondere wirft die Rolle der Insider im Privatisationsprozeß schwierige Fragen auf. Hierbei geht es zum einen um die Manager der staatlichen Industrie, die höheren Verwaltungsangestellten der ehemaligen Planbürokratie, aber auch um Vertreter der Bürokratie der früheren Parteien sowie um die Belegschaften. Die Frage nach den Optionen, die bezüglich der Rolle der Insider bestehen, ist vor allem im Hinblick auf die Akzeptanz des Privatisierungsprozesses sehr kritisch und wird in Bulgarien nicht sehr offen diskutiert. Zunächst ist festzuhalten, daß die Belegschaftsbeteiligung am Privatisierungsprozeß – per Pacht oder Verkauf kleiner Betriebseinheiten und Erwerb von Aktien zu Sonderkonditionen – sich als weitgehend unproblematisch darstellt. Die Realität zeigt aber, daß sich die frühere Nomenklatura durch Insidergeschäfte in die neue wirtschaftliche Führungs- und Leitungsschicht verwandelt – eine Tatsache, die für breite

Bevölkerungskreise inakzeptabel ist.³ Die entscheidende Frage läge somit nicht darin, ob bulgarische Insider vom Privatisierungsprozeß profitieren, sondern ob dies auf verhältnismäßig klaren und gesetzlichen Wegen geschieht. Inzwischen ist zu konstatieren, daß die Frage nach dem Insideranteil an der Privatisierung in Bulgarien die am schlechtesten dokumentierte Seite des Transformationsprozesses darstellt.

Die Kreditgeber in Bulgarien haben ein gesetzlich verbrieftes Recht, in Höhe der von ihnen gewährten Kredite Aktien und Anteile der zu privatisierenden Gesellschaften zu erwerben. Das Ziel eines jeden Käufers ist es, mittels Aktien- und Anteilerwerbs am Gewinn der Gesellschaft zu partizipieren. Wenn die Gesellschaft allerdings zu hohe Schulden hat, ist die Einleitung eines Privatisierungsverfahrens nicht sinnvoll. Sie ist aber zweckmäßig, wenn die Verbindlichkeiten der Gesellschaft verhältnismäßig gering sind, der größte Teil der Verbindlichkeiten keinen finanziellen Charakter hat (z.B. Lieferungsverbindlichkeiten) oder nicht aus einem Handelsgeschäft abstammt (z.B. Lohnverbindlichkeiten gegenüber den Arbeitnehmern).

Die Einleitung des Privatisierungsverfahrens ist auch dann zulässig, wenn die Gesellschaft für zahlungsunfähig erklärt ist, aber infolge eines Abkommens mit den Gläubigern ein Wiederbelebnungsplan angenommen und das Konkursverfahren eingestellt ist. Dabei entsteht für die Kreditgeber des zu privatisierenden Unternehmens bei der Eröffnung des Privatisierungsverfahrens ein Anspruch auf Anteils- und Aktienerwerb in Höhe des Kreditvolumens. Infolgedessen werden die Gläubiger der Gesellschaft zu deren Teilhabern (Aktionären) und haben die Möglichkeit, durch ihre Teilnahme an der Hauptversammlung Einfluß auf die Geschäftsführung der Gesellschaft auszuüben. Bei den Gläubigern geht es um folgenden Kreis von Personen bzw. Unternehmen: Personen, die laut Arbeitsvertrag im Unternehmen tätig sind und ihre Arbeitsentlohnungen nicht erhalten haben, die Staatsbank, Geschäftsbanken, Nicht-Banken mit unter 50% Staatsanteil. Nicht berechtigt zum Erwerb von Anteilen und Aktien sind Nicht-Banken, die sich zu über 50% im Staats- bzw. Gemeindeeigentum befinden sowie Geschäftsbanken mit einem Staatsanteil von über 50%, sofern sie gemäß dem Gesetz über die Regelung der unbefriedigten Kredite entschädigt worden sind (DV, Nr. 110, 1993).

Die Ansprüche der Gläubiger auf Rückzahlung des Kredits können in einer sechsmonatigen Frist nach der Veröffentlichung des Privatisierungsbeschlusses erhoben werden. Nach Ablauf dieser sechs Monate verliert der Gläubiger sein Recht auf Klage. Der Anteils- oder Aktienerwerb

³ Vgl. Heinrich (1993).

seitens der Gläubiger in Höhe der Verschuldung der Gesellschaft stellt eine Art *datio in solutum* dar (DV, Nr. 74, 1994).

Die Entschädigung ehemaliger Eigentümer für ihren enteigneten Besitz durch Aktien des zu privatisierenden Unternehmens unterliegt in Bulgarien einem besonderen Privatisierungsverfahren, das nichts mit der Restitution zu tun hat. Die Anträge für eine Entschädigung durch Anteile und Aktien sind an den Ministerrat zu adressieren, wenn es um Staatsunternehmen geht, oder an den Gemeinderat, wenn es sich um Gemeindeunternehmen handelt.

2.3. Zahlungsweisen

Die Analyse der Zahlungsweise bei den Privatisierungsgeschäften zeigt, daß in bezug auf die Handelsgesellschaften die einmalige Zahlung (68,6% aller Geschäfte) und die Ratenzahlung (18,1%) überwiegen (s. Tabelle 5). Unabhängig von der Zahlungsweise werden 28,6% aller Geschäfte mit Obligationen finanziert. Bei 46,9% aller verkauften ausgegliederten Teilunternehmen und nichtumgewandelten Unternehmen liegt eine einmalige Zahlung vor, bei 52,3% Ratenzahlung. Unabhängig von der Zahlungsweise werden 1,6% der verkauften ausgegliederten Teilunternehmen durch Obligationen bezahlt.

Tabelle 5: Privatisierte Unternehmen nach der Erwerbsform (1992–1996 in %)

	Einmalige Zahlung	Ratenzahlung	Tausch von Schulden gegen Eigentum	Miete mit Aufkaufsklausel
Handelsgesellschaften	68,6	18,1	1,9	1,4
Nichtumgewandelte Unternehmen und abgesonderte Teile	46,9	52,3	–	0,4

Quelle: Statisticheski spravochnik, NSI, Sofia, 1997, S. 206.

Der Tausch von Schulden gegen bulgarisches Eigentum wurde nach Verhandlungen mit den Kreditbanken des Londoner (1992) und Pariser Klubs (1994) bezüglich der Teilzahlung eines Teils der bulgarischen Auslandsschulden (200 Mill. US\$) möglich. Ein positives Element der Privatisierung durch Swapgeschäfte ist die Übernahme der Verbindlichkeiten des zu privatisierenden Unternehmens durch die neuen Eigentümer und die Leistung des Schuldendienstes nach einem bestimmten Tilgungsplan. Die Reduzierung der Auslandsschuldenlast führt automatisch zur Reduzierung der gesamten Staatsschulden bzw. des Haushaltsdefizits. Nach den Klauseln ähnlicher Verträge mit den Käufern sichert der dann gewährleistete Schuldendienst der Unternehmen eine Verminderung der Budgetausgaben insbesondere in der mittelfristigen

Finanzplanung. Die künftige Geschäftstätigkeit des privatisierten Unternehmens wird über den vom potentiellen Käufer ausgearbeiteten Unternehmensplan reglementiert.

In der bulgarischen Variante einer direkten Konversion der Auslandsschuld in Eigentum wird die sichere und effektive Entwicklung des erworbenen Eigentums durch die nicht den Preis betreffenden Klauseln des Privatisierungsvertrags gewährleistet, in dem auch die künftigen Verpflichtungen des Käufers festgelegt werden. Die nicht den Preis betreffenden Klauseln des Privatisierungsvertrags – Verpflichtungen zu künftigen Investitionen, Begleichung der Unternehmensverbindlichkeiten an den Staat und Erhaltung der Arbeitsplätze – sollen die langfristige Effektivität des Eigentums und die Erfüllung der sozialen Privatisierungsziele garantieren.⁴ Nach der Verordnung über die Konversion der Auslandsschuld kann man mit Brady-Bonds nicht mehr als 50% vom Wert der zu erwerbenden Aktien und Anteile bezahlen. Für die restlichen 50% des Geschäftswerts hat der Käufer die freie Wahl zwischen Lewa- und Dollarobligationen (ZUNK-Obligationen emittiert nach dem Gesetz über die Regelung der unbeglichenen Kredite (DV, Nr. 110, 1993)) und der Barzahlung. Im Unterschied zu den Brady-Bonds, die eine Reduzierung der Außenschuld Bulgariens bezwecken, ist das Ziel der ZUNK-Obligationen die Reduzierung der Inlandsstaatsverschuldung.

Die Wertpapiere wurden zum ersten Mal am 28.07.1994 mit 8jähriger Tilgungsfreiheit für die FLIRBs (Obligationen mit anfangs reduzierten Zinszahlungen), mit 7jähriger Gratisperiode für die PDI (mit Verzögerung der Zinszahlungen) und mit 30jähriger für die DEBs (mit Rabatt) emittiert. Die vereinbarte Bedienung der Obligationen ist mit den Zusagen Bulgariens, seine Verbindlichkeiten in den Jahren bis zu deren Auslaufen zu tilgen – 2011 für die PDI, 2012 für die FLIRBs und 2024 für die DEBS – in Einklang zu bringen. In diesem Zusammenhang ist die Aktivierung der durch verschiedene Zahlungsformen erfolgenden Privatisierungsgeschäfte (z.B. durch Kassazahlung, ZUNK-Obligationen, Brady-Bonds) empfehlenswert. Für die 1995 in Bulgarien angewandten Zahlungsformen findet man: Barzahlung etwa 40%, Zahlungsleistungen durch ZUNK-Obligationen etwa 36%, Brady-Bonds etwa 24%.⁵ Es zeichnet sich eine Tendenz zu einem Verhältnis 50% : 50% zwischen Barzahlungen und Zahlungen mit Staatswertpapieren ab. Auf diese Weise würde die Privatisierung auch zur Lösung des Problems der Reduzierung der Aus- und Inlandsschuld beitragen. Der Tausch von Schulden gegen Eigentum gehört zum allgemeinen Mechanismus des bulgarischen Privatisierungsmodells, auch wenn er eine nicht gerade traditionelle Methode zur Privatisierung ineffizienter Staatsbetriebe ist.

2.4. Verpflichtungen der Käufer

Die Analyse der von den Käufern übernommenen Verpflichtungen zeigt, daß die Käufer sich in 151 der 166 privatisierten Handelsgesellschaften an die Verpflichtung zur Erhaltung des Tätigkeitbereichs der Handelsgesellschaften gehalten haben, und in 116 Unternehmen Investitionen zu erwarten sind (s. Tabelle 6). Von den 2230 privatisierten ausgegliederten Teileunternehmen und nicht umgewandelten Unternehmen erwartet man, daß 951 ihren bisherigen Tätigkeitsbereich nicht ändern. In 126 Fällen haben die neuen Eigentümer Verpflichtungen zu Investitionen übernommen.

Tabelle 6: Privatisierte Unternehmen nach den von den Käufern übernommenen Verpflichtungen (1992–1996)

	Erhaltung des Tätigkeitbereichs	Änderung des Tätigkeitbereichs	Von der gesamten Zahl der Objekte	
			Garantien zu neuen Investitionen	Investitionen zum Umweltschutz
Handelsgesellschaften	151	15	116	17
Nichtumgewandelte Unternehmen und abgesonderte Teile	951	1279	126	8

Quelle: Statisticheski spravochnik, NSI, Sofia, 1997, S. 207.

2.5. Rechtsform der privatisierten Unternehmen und Nationalität der Käufer

Die Analyse des Privatisierungsprozesses nach der gewählten Rechtsform und der Nationalität der Käufer zeigt, daß die neuen Eigentümer des durch Kassengeschäfte veräußerten Staats- und Gemeindeeigentums zu 90,8% private bulgarische natürliche und juristische Personen sind (s. Tabelle 7). Die Arbeitnehmerkollektive besitzen 8,3% und die ausländischen natürlichen und juristischen Personen nur 0,9% des durch Kassengeschäft verkauften Staats- und Gemeindeeigentums. Aus den Angaben des Nationalen Statistischen Instituts wird ersichtlich, daß die Struktur der neuen Eigentümer Besonderheiten in Abhängigkeit davon aufweist, ob eine Handelsgesellschaft oder ausgegliederte Teilunternehmen privatisiert worden sind. In erstem Fall ist der relative Anteil der bulgarischen Investoren 64,5%, der Arbeitnehmerkollektive 27,1% und der ausländischen Investoren 8,4%. In letzterem Fall sind die respektiven relativen Anteile der neuen Eigentümer 92,6%, 7,1% und 0,3%.

⁴ Vgl. Nachrichtendienst der Privatisierungsagentur (1995, S. 15).

⁵ Vgl. Privatisierungsagentur (1995).

Tabelle 7: Rechtsform der privatisierten Unternehmen und Nationalität der Käufer

	Natürliche Personen			Juristische Personen		
	Bulgarische Arbeits- kollektive	Personen	ausländische	Bulgarische private	andere	ausländische
Handelsgesellschaften	27,1	12,1	0,6	51,8	0,6	7,8
Nichtumgewandelte Unternehmen und abgesonderte Teile	7,1	70,8	–	19,7	2,1	0,3
Insgesamt	8,3	66,8	0,1	21,9	2,1	0,8

Quelle: Statisticheski spravochnik, NSI, Sofia, 1997, S. 205.

Die Ursachen für das geringe Interesse ausländischer Investoren an der bulgarischen Privatisierung sind vor allem auf die geringe Bereitschaft der staatlichen Bürokratie zurückzuführen, Unternehmen an Ausländer zu verkaufen. Im Hintergrund steht die Furcht, auf diese Weise einen Teil ihrer bisherigen Macht zu verlieren. Im übrigen hat die Exekutive eine besondere Vorliebe für die Idee der Massenprivatisierung, so daß die Kassenprivatisierung vernachlässigt wird. Darüber hinaus führen ständige und häufige Änderungen an den rechtlichen Regelungen der Privatisierungsmodelle, an deren Strukturen und Zahlungsweisen zu einer Verunsicherung vor allem potentieller ausländischer Investoren. Zu nennen sind ferner der Mangel an langfristig disponiblen Kapital in Bulgarien, Probleme im Bankensystem sowie die Einschränkung der Swapgeschäfte, die automatisch zur Einengung des Investorenkreises führen.

Nach 1993 wurde in Bulgarien die Arbeitnehmer–Manager–Privatisierung in Gang gesetzt. Die 1994 zugunsten dieses Kreises eingeführten Präferenzen stärkten das Interesse der Arbeitnehmer–Manager–Teams an der Beteiligung am Privatisierungsprozeß: 53,7% der 1996 von der Privatisierungsagentur abgeschlossenen Geschäfte im Staatssektor sind solche mit Arbeitnehmer–Manager–Beteiligung.⁶ Eigentlich kennen nur die Manager die wirkliche Lage der Betriebe und ihre technologischen, produktionsorganisatorischen, finanziellen u. a. Probleme. Sie sind diejenigen, die eigene Initiativen ergreifen könnten, damit die Unternehmen funktionsfähig werden. Dabei schaffen ihnen die Präferenzbedingungen vorteilhafte Möglichkeiten, entsprechende Aktivitäten zu entwickeln. Obwohl immer noch keine Einzelheiten bekannt sind, zeigen interne Informationen, daß die bulgarische Gesetzgebung bei der zweiten Welle der Massenprivatisierung Präferenzbedingungen zum Kassenverkauf des Restanteils der Unternehmensaktien durch deren Personal vorsieht. Ein solches Privatisierungsverfahren ist, besonders was die kleinen und mittleren Unternehmen anbelangt, außerordentlich erfolgreich. Es ist nahe-

⁶ Vgl. Nachrichtendienst der Privatisierungsagentur (1997a, S. 18).

liegend logisch, daß das Personal, einschließlich der Top-Manager, eine der Hauptgruppen der Aktionäre bilden.

Allerdings gibt es auch negative Seiten der Arbeitnehmer-Manager-Privatisierung, die sich vor allem darin ausdrücken, daß diese Privatisierungsform nicht zu den in Krisenzeiten so notwendigen Geldeinnahmen führt. Man erwartet vielmehr, daß diese erst mit einiger Verspätung kommen werden, ohne daß ein konkreter Zeitpunkt genannt werden kann. Außerdem bestehen Zweifel an der angeblichen Durchsichtigkeit der Geschäfte. Die Ursachen für den häufigen Managementwechsel liegen vor allem im politischen Bereich. Im Wirtschaftsablauf treffen viele entgegengesetzte Interessen einzelner Gruppen und Personen aufeinander, so daß eine beständige Auseinandersetzung um die wirtschaftliche Macht geführt wird. So verhalten sich die Manager häufig ausgesprochen negativ gegenüber potentiellen ausländischen Investoren, die sie als Konkurrenten betrachten und durch diese oft ihre geplante Arbeitnehmer-Manager-Privatisierung gefährdet sehen.

2.6. Privatisierungsinstitutionen

Die zur Privatisierung vorgesehenen Betriebe wurden von der Privatisierungsagentur (383), dem Industrieministerium (257) und dem Handels- und Außenwirtschaftsministerium (215) ausgewählt (s. Tabelle 8).

Tabelle 8: Zur Privatisierung ausgewählter und privatisierter Betriebe nach Ministerien und Behörden (1992–1996)

	Zur Privatisierung festgesetzte Objekte	Privatisierte Objekte	Relativer Anteil der realisierten Geschäfte gegenüber den zum Verkauf bestimmten Objekten (in %)
Privatisierungs-Agentur	383	131	34,2
Industrie-Ministerium	257	28	10,9
Handels- und Außenwirtschafts-Ministerium	215	32	14,9
Ministerium für Territorialentwicklung	116	90	77,6
Energie-Ministerium	13	8	61,5

Quelle: Statisticheski spravochnik, NSI, Sofia, 1997, S. 203.

Der entsprechende relative Anteil der realisierten Privatisierungen der oben erwähnten Institutionen gegenüber den vorgesehenen Betrieben beläuft sich auf 34,2%, 10,9% und 14,9%. Das Energieministerium und das Ministerium für Territorialentwicklung und Bauwesen haben

weniger Betriebe zur Privatisierung ausgewählt (116 bzw. 13), aber dafür wurden in 77,6% bzw. in 61,5% der Fälle die Privatisierungen auch realisiert.

2.7. Privatisierungseinnahmen und -ausgaben

Der Vergleich der Verkaufseinnahmen (einschließlich der Einnahmen aus den vom Käufer übernommenen und getilgten Verbindlichkeiten der Unternehmen) und der in der Periode von 1993 bis 1996 getätigten Ausgaben zeigt, daß die Privatisierungseinnahmen (69 Mrd. Lewa) die Ausgaben (286 Mill. Lewa) mehr als 200mal übertreffen (s. Tabelle 9).

Nominell nehmen die Verkaufseinnahmen jedes Jahr zu. Im Jahre 1996 (49 894 Mill. Lewa) waren sie 62mal höher als 1993 (809 Mill. Lewa). Der rasche Anstieg im Jahr 1996 gegenüber 1995 folgt allerdings zu einem großen Teil aus der hohen Inflation. Nach Inflationsbereinigung ist der reale Anstieg etwa 1,2mal größer gegenüber 1995 (5,1mal gegenüber 1993).

Die Tabelle 10 zeigt das Ergebnis der Privatisierungsgeschäfte in Mill. US\$. Der direkte Finanzeffekt der Privatisierungsgeschäfte beläuft sich auf etwa 1,5 Mrd. US\$. Der Betrag umfaßt die vereinbarten Zahlungen von ca. 1 Mrd. US\$, die von den Käufern übernommenen alten Verbindlichkeiten von etwa 0,36 Mrd. US\$ und die von den neuen Käufern effektiv beglichenen Verbindlichkeiten von über 96 Mill. US\$.

Der durch die insgesamt vereinbarten Investitionen entstandene indirekte Finanzeffekt (Betrag der vereinbarten Investitionen) ist in seinem Ausmaß dem direkten Effekt (1,47 Mrd. US\$) ähnlich.

Bei der Beurteilung der Effizienz des bulgarischen Privatisierungsprozesses sollte man nicht nur auf die übernommenen Investitionspflichten blicken. Man darf die Tatsache nicht vergessen, daß es sich bei den privatisierten Unternehmen um ehemals öffentliche Unternehmen handelt, die infolge der Verzögerung der Transformationsprozesses Verluste in Höhe von über 160 Mrd. Lewa angehäuft haben, zu denen eine Verschuldung gegenüber dem Bankensystem in etwa gleicher Höhe hinzukommt. Außerdem existieren noch zusätzlich Verbindlichkeiten gegenüber dem Staatsbudget, der staatlichen Sozialversicherung, dem eigenen Personal und den Lieferanten.

Tabelle 9: Vergleich der Privatisierungseinnahmen und –ausgaben (1993–1996) in Mill. Lw.

	1993	1994	1995	1996	Insgesamt für die Periode 1993–1996	Reale Einnahmen und Ausgaben zwischen 93–96
Einnahmen insgesamt	809	8456	9830	49894	68989	12076
Darunter:						
Geldeinnahmen aus den Verkäufen	809	7509	7490	10732	26540	
Vom Käufer des Objekts übernommene Verbindlichkeiten	–	947	2340	39162	42449	
Vom Käufer des Objekts beglichene Verbindlichkeiten	–	–	–	–	–	
Staatseigentum	696	7670	7181	47118	62665	10482
Geldeinnahmen aus den Verkäufen	696	6723	4901	7966	20286	
Vom Käufer des Objekts übernommene Verbindlichkeiten	–	947	2280	39152	42379	
Vom Käufer des Objekts beglichene Verbindlichkeiten	–	–	–	–	–	
Gemeindeeigentum	113	786	2648	2777	6324	1594
Geldeinnahmen aus den Verkäufen	113	786	2589	2767	6255	
Vom Käufer des Objekts übernommene Verbindlichkeiten	–	–	59	10	69	
Beglichene Verbindlichkeiten	–	–	–	–	–	
Ausgaben insgesamt	40	102	79	65	286	100
Darunter:						
Staatseigentum	36	86	46	38	206	
Gemeindeeigentum	4	16	33	27	80	

Quelle: Statisticheski barometar, Sofia, 1997.

Tabelle 10: Finanzergebnis der Privatisierungsgeschäfte (1993–1997) in Mill. US\$

	1993	1994	1995	1996	1997	insgesamt
Vereinbarte Zahlungen	44,23	144,25	113,70	184,76	570,13	1057,07
Übernommene Verbindlichkeiten	12,70	32,96	57,56	218,30	33,77	355,29
Beglichene Verbindlichkeiten	15,25	55,60	10,66	13,51	1,13	96,15
Direkter Finanzeffekt	72,18	232,81	181,92	416,57	605,03	1508,51
Indirekter Effekt: Vereinbarte Investitionen	58,97	201,78	151,91	170,56	891,35	1474,57
Insgesamt						
Gesamteffekt	131,15	434,59	333,83	587,13	1496,38	2983,08

Quelle: Privatisierungsagentur, Sofia, 1997.

Trotz aller Probleme zeigt das Ergebnis der Privatisierung in Bulgarien, daß der Grundstein für die Eigentumsübertragung gelegt ist und daß dieser Prozeß unumkehrbar abläuft. Die Änderungen in den Unternehmen sind mit Rücksicht auf Eigentum und Eigentümer tiefgreifend. Die Erwartungen, daß die bulgarischen Unternehmen erfolgreich im Marktprozeß bestehen, sind mit der sich in ihnen herausbildenden neuen Struktur des Körperschaftseigentums verbunden. Im Vergleich zum Zeitraum 1992–1994 verläuft die Kassenprivatisierung in Bulgarien in den Jahren 1995 und 1996 außerordentlich zügig und erfolgreich. Trotzdem vollzieht sich die Abwicklung des Verkaufs von Unternehmen und Unternehmensteilen relativ langsam. Als Hauptursache für das ungünstige Investitionsklima während der untersuchten Periode und besonders im Jahr 1996 ist die instabile makroökonomische Situation anzusehen.

3. Die Massenprivatisierung in Bulgarien

3.1. Grundlagen der Massenprivatisierung

Die Privatisierung ist das entscheidende Element der in den osteuropäischen Ländern erfolgenden Strukturreformen. Das Problem der Übertragung des Staatseigentums in effektivere Eigentumsformen wird durch die zusätzliche Forderung einer möglichst schnellen Durchführung der tiefgreifenden Veränderungen noch weiter kompliziert. Die Erwartungen, daß ein erheblicher Teil des Staatseigentums in Bulgarien in kurzer Zeit privatisiert werden könnte, haben sich aus vielerlei Gründen nicht erfüllt. So war vor dem Beginn des Reformprozesses der Privatsektor zu schwach entwickelt und konnte nicht zu einem Katalysator der Strukturreform werden. Bis 1995 existierte kein Gesetz über Börsen und Wertpapiere, ein Kapitalmarkt war praktisch nicht existent. Darüber hinaus konnten die politischen Parteien hinsichtlich des Modells und der Ziele der Privatisierung zu keinem Konsens gelangen. Die Bevölkerung selbst verfügte über kein Kapital. So kann es nicht verwundern, daß die ausländischen Investoren eine abwartende Haltung einnahmen, die mit den ungelösten Problemen Bulgariens bezüglich seiner Auslandsschuld und der Zurückhaltung der westeuropäischen Banken, Investitionsprojekte im Lande zu finanzieren, zusammenhingen. Darüber hinaus hatten die Privatisierungsagentur und die staatlichen Behörden, die die Privatisierung in Gang setzen sollten, zu wenig Erfahrung. Im übrigen war die Gesetzgebung zu unpräzise und ständigen Veränderungen unterworfen.

Der verspätete Start der Privatisierung in Bulgarien (erst 1993), das Fehlen von Käufern für die verschuldeten Unternehmen und die nicht zufriedenstellenden Ergebnisse der Privatisierung im

Jahr 1994 haben dazu geführt, daß die Suche nach neuen Alternativen zur Übertragung des staatlichen in privates Eigentum unvermeidlich wurde. Das 1996 aus diesem Grund übernommene Modell der Massenprivatisierung in Bulgarien zielt auf die Aktivierung der Übertragung größerer Teile des Staatseigentums in privates durch Investitionsbons. Das Ziel dieser beschleunigten Privatisierung liegt in der Entstaatlichung der meisten bulgarischen Unternehmen, dem Aufbau eines Kapitalmarktes, der Erweiterung der Möglichkeiten zur Investition und der Verbesserung der kooperativen Verwaltung in den Wirtschaftsunternehmen.

Das Schema der Massenprivatisierung verfolgt auch ein bestimmtes soziales Ziel, da es allen Bürgern über 18 Jahren die Möglichkeit bieten soll, Aktionär zu werden, und sich so an dem Erwerb eines Teils des bisherigen staatlichen Eigentums und an der Verwaltung der Unternehmen zu beteiligen, zu deren Aufbau sie durch ihre jahrelange Arbeit beigetragen haben. In diesem Sinne ist die Massenprivatisierung eine große Chance für den Transformationsprozeß in Bulgarien.

3.2. Die Unternehmen als Gegenstand der Massenprivatisierung

Eines der wichtigsten Probleme, das bei der Massenprivatisierung (MP) entsteht, ist die Auswahl der Unternehmen, deren Aktienpakete zu privatisieren sind. In Bulgarien wurde eine Variante angewendet, bei der der Ministerrat die von der Nationalversammlung zu genehmigende Liste der zur Massenprivatisierung vorgesehenen Unternehmen zusammenstellt. Aufgrund von Befürchtungen, daß die Kassenprivatisierung (KP) blockiert würde, sofern alle Staatsunternehmen in das Verfahren der Massenprivatisierung überführt würden, sind bei dem derzeitigen Modell der Massenprivatisierung etwa 30% der Staatsunternehmen einbezogen. Eine Ausdehnung des Kreises der zur Massenprivatisierung vorgesehenen Staatsunternehmen würde vor allem das Heranziehen von ausländischen Investoren erschweren. In der Folge würde sich die Kassenprivatisierung stark verzögern.

Um einen Konflikt zwischen der MP und der KP zu vermeiden, wurde die Auswahl der Unternehmen so getroffen, daß ein und dasselbe Unternehmen nicht gleichzeitig der MP und der KP unterliegen kann. Wenn auf ein bestimmtes Unternehmen ernsthafte Ansprüche seitens des Arbeitnehmerkollektivs, eines ausländischen oder potentiellen Käufers erhoben werden, dann fällt dieses aus der Liste der MP. Die Verkaufsweise, bei der neue Mittel in die Unternehmen investiert werden, wird also der MP vorgezogen. So wurde beispielsweise im Sommer 1996 nach dem Kassenverkauf von 67% des Daewoo-Kapitals der Kapitalanteil an der MP des Hotels

"Sheraton" von 25% auf 15% verringert. Eine ähnliche Reduzierung des Kapitalanteils für MP nach erfolgreicher KP ist auch in anderen Firmen nicht selten der Fall.

Die konkrete Unternehmensauswahl aus der MP–Liste hat das Ministerium für Wirtschaftsentwicklung gemeinsam mit dem Zentrum zur MP, der Privatisierungsagentur und den Branchenministerien aufgrund folgender Anforderungen getroffen: Die Betriebe müssen sich im Staatseigentum befinden und sie sollen obligatorisch in Aktiengesellschaften umgewandelt werden. Damit keine Konflikte zwischen den Aktieninhabern und den alten Eigentümern entstehen, muß man darauf achten, daß gegen die Unternehmen keine Rechtsansprüche in Form von Hypotheken, Beschlagnahme des Eigentums usw. geltend gemacht werden. Die Unternehmen sollen zuverlässig sein und Marktperspektiven haben. Die in die MP–Liste aufgenommenen Betriebe müssen bestimmte Finanzkriterien erfüllen. In den Fällen, in denen ihre Verschuldung größer ist als erlaubt, muß eine komplexe Analyse der finanziellen Lage vorgenommen werden. Dabei stellt die hohe Verschuldung gegen Banken und andere Gläubiger ein großes Problem für die bulgarischen Unternehmen dar, was sich unvermeidlich auf den Aktienkurs auswirkt. Auf Kosten des niedrigeren Verkaufspreises müssen die neuen Eigentümer – die Aktieninhaber – die angehäuften Verbindlichkeiten der Betriebe übernehmen und neue Wege zu ihrer Stabilisierung suchen.

Den größten Anteil an der MP haben die Gesellschaften vom Industrieministerium (659 Betriebe), vom Ministerium für Landwirtschaft und Nahrungsmittelindustrie (176), vom Transportministerium (74) und vom Ministerium für Territorialentwicklung und Bauwesen (69). Die übrigen 72 Unternehmen fallen in die Verantwortung des Handelsministeriums, des Kulturministeriums und des Energie- und Tourismuskomitees. Der Nominalwert des Kapitals der zur MP bestimmten Unternehmen beträgt 210 Mrd. Lewa, was fast 50% des Grundkapitals aller zur Privatisierung vorgesehenen Unternehmen ausmacht. Der Gesamtwert des zur Entstaatlichung über Investitionsbons angebotenen Grundkapitals beläuft sich auf etwa 90 Mrd. Lewa.

Nach der relativen Bedeutung des zur MP vorgesehenen Kapitals werden alle in der MP–Liste stehenden Unternehmen in drei Hauptgruppen eingeteilt (s. Tabelle 11):

1. Gruppe: 812 Unternehmen bieten zwischen 1/2 und 2/3 ihres Kapitals zur Privatisierung an. Das sind vorwiegend kleinere und mittlere Betriebe, in denen der Staat einen Restanteil zur Absicherung bestehender Restitutionsansprüche bewahrt.

2. Gruppe: 8 Unternehmen mit Privatisierungsanteilen zwischen 1/2 und 2/3 ihres Kapitals. Zu dieser Gruppe gehören auch Groß- und Mittelbetriebe, in denen der Staat seine Beteiligung gemäß seiner strategischen Interessen für einen bestimmten Zeitraum bewahrt.
3. Gruppe: 230 Unternehmen mit Privatisierungsanteilen bis 1/2 ihres Kapitals. In den strategisch wichtigen Betrieben (bzw. sicherheitspolitisch relevanter Unternehmen), die eine ausschlaggebende Rolle für die bulgarische Volkswirtschaft spielen, bewahrt der Staat eine mehrheitliche Beteiligung oder sucht nach einem großen Investor.

Bei der MP hat sich folgende Tendenz abgezeichnet: je geringer das Kapital der Unternehmen ist, desto höher ist der Anteil der zur MP vorgesehenen Aktien. In der Tat werden Unternehmen mit einem Kapital von 50 bis 100 Mill. Lewa vollständig privatisiert, da der Restanteil in Höhe von 20% für die Präferenzbeteiligung der Arbeitnehmerkollektive und Manager vorgesehen ist.

Tabelle 11: Anzahl der zur Massenprivatisierung vorgesehenen Unternehmen und deren Grundkapital

Teil des gesamten, zur MP angebotenen Grundkapitals	Anzahl der Unternehmen	Gesamtes Grundkapital der Unternehmen (in Tausend Lewa)	Zur MP angebotenes Grundkapital (in Tausend Lewa)
Bis 50% des Kapitals	230	127 802 109	22 141 005
Zwischen 50–60% des Kapitals	8	845 494	483 695
Über 60% des Kapitals	812	81 575 645	56 758 437
Insgesamt	1050	210 233 248	90 383 137

Quelle: Informationen des Zentrums für Massenprivatisierung.

Der durchschnittliche Betrag des Grundkapitals eines Unternehmens aus der Liste zur MP liegt bei 189 Mill. Lewa. Relativ klein (mit einem Grundkapital unter 30 Mill. Lewa) sind die Unternehmen der Nahrungsmittelindustrie und der Landwirtschaft. Im Unterschied zur KP, bei der die Privatisierungsbewertung der Unternehmen obligatorischer Bestandteil der Vorbereitung auf die Privatisierung ist, liegt die spezifische Besonderheit des Modells der MP in Bulgarien darin, daß mit Rücksicht auf das Einsparen von Zeit und Geldmitteln keine Marktbewertung der zu privatisierenden Unternehmen gemacht wird. In der Anfangsphase der MP wird eine vorläufige Einschätzung des Kapitals der Unternehmen aufgrund des Umfangs des registrierten Kapitals erstellt. Das Problem einer korrekten Bewertung der Aktien erweist sich bei dem Nichtvorhandensein eines funktionierenden Kapitalmarktes als außerordentlich schwierig. So ergeben sich große Unterschiede zwischen den Bilanzwerten der Aktiva und ihrem realen Marktwert. Folglich müssen Mindestpreise für die Auktionen der Unternehmensaktien festgesetzt werden.

In Bulgarien legt die vom Ministerrat bestellte Auktionskommission die Mindestpreise der einzelnen Anteilswerte für jede Auktionsrunde fest. Anteile der jeweiligen Gesellschaften dürfen nicht zu niedrigeren Preisen als den festgelegten erworben werden. Infolge der Nachfrage und des Angebots bei den einzelnen Auktionen werden die Aktienkurse der Unternehmen aus der MP-Liste korrigiert. Erst nach der letzten Auktion wird der Marktpreis der Aktien endgültig festgelegt. Gibt es bei der ersten Auktion eine Überzeichnung des Unternehmenskapitals, werden keine Aktien veräußert. Vielmehr erfolgt eine zweite Auktion mit einem neuen, höheren Mindestpreis. Nach diesem Schema wird die Bewertung des Unternehmenskapital über den Aktienpreis entsprechend Angebot und Nachfrage auf den einzelnen Auktionen berichtigt. Somit erhalten die Unternehmen einen realen Marktwert. Der Staat verteilt also nicht das Eigentum, sondern verkauft es.

3.3. Struktur von Angebot und Nachfrage

Wie in jedem Kauf- und Verkaufsprozeß bezieht die MP die beiden Hauptkomponenten des Geschäfts ein: die Nachfrage und das Angebot. Im bulgarischen Modell der MP werden zwischen den Staatsunternehmen (den Aktienanbietern) und den Bürgern als Eigentümer von Investitionsbons (den Käufern) Vermittler zugelassen – die Privatisierungsfonds. Die Fondsmanger als Intermediäre sollen den Bürgern die notwendigen Informationen vermitteln für eine möglichst optimale Anlagestrategie, da es diesen selbst natürlich an Erfahrung mangelt. Der Wettbewerb unter den Privatisierungsfonds, denen die Bürger eine bestimmte Menge ihrer Bons anvertrauen, soll zugleich deren Effizienz sichern.

Eine wichtige Bedingung für den Erfolg der MP liegt darin, von welcher staatlichen Institution und unter welchen Umständen die Unternehmen zum Verkauf vorgeschlagen werden. Bei der Institution, die die Interessen Bulgariens vertritt und zum Verkauf des Staatseigentums berechtigt ist, handelt es sich um das Zentrum zur Massenprivatisierung. Eine Besonderheit des bulgarischen Modells ist darin zu sehen, daß die Unternehmen bis zum Aktienverkauf und bis zur Übernahme durch die neuen Eigentümer (die Aktionäre) den entsprechenden Branchenministerien untergeordnet sind. Daß das Eigentum in Bulgarien nicht auf andere Staatsorgane übertragen wird, die den Verkauf verwirklichen könnten, hat eine Reihe von Ursachen. So wurde in Bulgarien keine Behörde gegründet, die der deutschen Treuhandanstalt oder der Nationalen Vermögensagentur in Ungarn zur Verwaltung des Staatseigentums ähnlich ist. Die Idee, die Regierung könne verschiedene Fonds gründen wie in Polen, unter denen das Eigentum aufgeteilt

werden könnte, bevor es der Bevölkerung gegen Bons verkauft wird, hat zu wenige Befürworter gefunden.

Darüber hinaus hoffte man auf staatlicher Seite, Verträge mit ausländischen Managerteams abschließen zu können, die große Erfahrung bei der Verwaltung der Privatisierungsfonds haben, um die Herausbildung von Gruppeninteressen in der Zeit zwischen der Eigentumsübertragung bis zur Übernahme durch die neuen Aktionäre (nach dem Tausch der Bons gegen Aktien) zu verhindern. In der Praxis aber zeigen die westeuropäischen Investoren kein Interesse für die Entfaltung solcher Tätigkeiten in Bulgarien. So hat die Unterordnung der Unternehmen unter die Branchenministerien bis zu deren Privatisierung den Vorteil, daß die Ministerien, die ihren Zustand und ihre Probleme gut kennen, eine Kontrolle ausüben können, bis die neuen Aktionäre ein neues Management installiert haben.

Nach dem bulgarischen Modell der MP wirken die Privatisierungsfonds auf der Seite der Nachfrage, d.h. sie verkaufen die Betriebe nicht, sondern kaufen sie, indem sie die Rolle der Vermittler der Bürger spielen und deren Bons ansammeln. Die große Nachfrage nun zwingt den Staat dazu, die Unternehmen schneller für die Privatisierung vorzubereiten und die Organisation sowie den Ablauf der Auktionen zu beschleunigen.

3.4. Die Rolle der Privatisierungsfonds

Der Prozeß der MP führt zur Schaffung eines institutionalisierten Kapitalmarktes in Bulgarien. Dabei gibt es zwei Möglichkeiten, sich an der MP in Bulgarien zu beteiligen – entweder direkt oder indirekt über Vermittler (die Privatisierungsfonds). Bei der direkten Beteiligung (direkt oder über Bevollmächtigte) wird der Eigentümer der Bons zum Aktionär des zu privatisierenden Unternehmens (oder mehrerer Unternehmen, wenn er seine Bestellungen diversifiziert hat).

Bei Beteiligung über die Vermittlung der Privatisierungsfonds (PF) ist das Endergebnis anders: der Eigentümer der Bons wird zum Aktionär des Fonds. Er besitzt praktisch nicht Aktien des Unternehmens, sondern Aktien des Fonds, welcher Aktien der zu privatisierenden Betriebe erworben hat, indem er seine Bons und die Bons anderer Bürger genutzt hat. Die kleinen Aktionäre können de facto keinen Einfluß darauf ausüben, von welchen Unternehmen der Fonds, in dem sie ihre Bons angelegt haben, Aktien erwerben soll. Dieses Problem wird nur von den Managern des Fonds gelöst. Wenn der Fonds seine Tätigkeit effektiv entfaltet, haben die Bürger, die ihm ihre Bons anvertraut haben, ein Recht auf Dividenden. Als Aktionäre haben sie das Recht, sich ausführlich informieren zu lassen und eine Kontrolle auf das Management des Fonds,

nicht aber auf die Verwaltung der Betriebe, auszuüben. Einfluß auf die Unternehmenspolitik können also nur die PF ausüben, vorausgesetzt, daß sie einen entsprechend großen Anteil der Aktien besitzen.

Die von der bulgarischen Gesetzgebung erlassene Verfügung, nach der ein PF nicht mehr als 34% der Aktien mit Stimmrecht einer Gesellschaft erwerben darf, ermöglicht die Aufsicht über sie und garantiert den kleinen Aktionären die Sicherheit ihrer Anlagemittel. Diese Verfügung zwingt die PF dazu, ihr Investitionsportefeuille obligatorisch auszuweiten und in verschiedenen Betrieben zu investieren (DV, Nr. 1, 1996, Art. 30). Die PF in Bulgarien sind ohne Ausnahmen als Aktiengesellschaften gegründet und von der Kommission der Wertpapiere und der Fondsbörsen lizenziert. Das Mindestkapital zur Gründung eines PF beträgt 70 Mill. Lewa. Mindestens 10 Mill. Lewa des Kapitals sollen in Lewa oder in Staatswertpapieren angelegt sein; der übrige Teil des Kapitals (mindestens 70%) ist in der Form von Investitionsbons zu halten (DV, Nr. 1, 1996, Art. 5). Juristische Personen, bei denen der Staatsanteil über 50% des Kapitals liegt, dürfen keine Begründer oder Aktionäre in den PF sein. Diese Beschränkung gilt nicht für die Banken und die Versicherungsgesellschaften (DV, Nr. 1, 1996, Art. 6).

Ausländische Personen können die PF begründen oder sich an ihnen beteiligen, wenn sie als Finanzinstitutionen laut ihres nationalen Gesetzes registriert sind und als Finanzinstitutionen im Lande, wo ihr Sitz ist, mindestens 5 Jahre lang gewirkt haben bzw. wenn sie Bankreferenzen von einer erstklassigen ausländischen Bank vorlegen, die von der bulgarischen Nationalbank angenommen werden (DV, Nr. 1, 1996, Art. 8). Dreizehn der insgesamt 81 bulgarischen PF sind von Ausländern gegründet. Der drittgrößte Bulgarisch-Holländische PF wurde von der ING Bank gegründet, die seit 1994 auf dem bulgarischen Markt tätig ist. Die ausländischen Investoren beteiligen sich als Basisinvestoren direkt an der Kassen- und über die Vermittlung der PF indirekt an der Massenprivatisierung. In absehbarer Zeit wird man die Möglichkeiten erweitern und den ausländischen Investoren erlauben, Aktien der im Prozeß der MP befindlichen Gesellschaften zu erwerben.

Die PF können auch von einem Investitionsmakler aufgrund eines Vertrags verwaltet werden, in dem die Ziele der Investitionspolitik, der Jahresgewinn des PF, die Garantien, die der Investitionsmakler dem PF gibt, sowie auch die Abrechnungsweise des Investitionsmaklers von den Organen des PF festgelegt werden. Die PF haben als juristische Personen eine spezielle Rechtsfähigkeit. Typisch für sie sind die weite Öffentlichkeit und die zahlreichen Kleinaktionäre. Die bulgarische Gesetzgebung setzt viele Einschränkungen, damit das kooperative Verwaltungsprinzip im Interesse der Aktionäre funktioniert und ihre Interessen optimal gewahrt werden. Eine

Bank darf kein Begründer oder Aktionär eines PF sein, für den sie zugleich als Geschäftsbank fungiert.

Um zu verhindern, daß die ökonomischen Gruppierungen eine Unmenge von Investitionsbons anhäufen, die Eigentum der Kleinaktionäre sind, und die Verwaltung der PF ihren Interessen unterordnen, genehmigt die bulgarische Gesetzgebung niemandem, direkt oder über Partner mehr als 10% der Aktien eines PF zu erwerben (DV, Nr. 1, 1996, Art. 7). Um die PF an ihre hauptsächliche Tätigkeit zu binden, wird ihnen erlaubt, die angesammelten Investitionsbons nur im Rahmen der MP zu investieren. Die minimale Gelddeckung der PF wird vom Ministerrat festgesetzt.

Um die Interessen der Einleger zu verteidigen, werden den PF verschiedene Schranken gesetzt. Die Investitionen der PF in Wertpapieren aus der Fondsbörse sollen nicht über 10%, und die Investitionen in Staatswertpapieren nicht über 25% des gesamten Kapitals des Fonds hinausgehen. Die PF dürfen nicht in von Mitgliedern der Verwaltungs- oder Aufsichtsorgane des Fonds, in Wertpapiere der Geschäftsbank oder mit ihnen in Verbindung stehenden Personen ausgegebenen Wertpapiere investieren. Die PF haben kein Recht, Anleihen aufzunehmen, Obligationen auszugeben, die Tätigkeit des Investitionsmaklers auszuüben und sich an Personen- und Handelsgesellschaften als unbeschränkt haftende Gesellschaften zu beteiligen.

Es ist zu erwarten, daß die Form des kooperativen Eigentums in den der bulgarischen Privatisierung unterliegenden Unternehmen insbesondere anfänglich die Unternehmensdynamik fördert und langfristig ihre Stabilität sichert.⁷ Die Beteiligungsstrukturen bezüglich der neuen Eigentümer wird ein wichtiger Indikator für den zukünftigen Unternehmenserfolg sein. Jede Gruppe von Eigentümern, die in dem jeweiligen Unternehmen vertreten ist, wird zweifelsohne ihre spezifischen strategischen und taktischen Interessen verfolgen. Im bulgarischen Privatisierungsmodell sind schon folgende Gruppen von Aktionären klar zu unterscheiden: die PF, die Arbeitnehmer der Unternehmen, die Teilnehmer an den drei Auktionrunden der ersten Welle der MP, die Eigentümer mit stattgegebenen Restitutionsklagen, die Kassakäufer von Mehrheits- und Minderheitsanteilen (einheimische oder ausländische Investoren), der Staat und die Kreditbanken, welche das Aktieneigentum nach dem Prinzip Unternehmensverbindlichkeiten gegen Eigentum erworben haben. Ihr Einfluß wird durch das von den Hauptversammlungen zu wählende System der Unternehmensführung und durch die Vertretung einzelner Gruppen von Eigentümern in ihren Aufsichtsorganen zur Geltung kommen. Obwohl die konkrete Situation in

⁷ Vgl. Pasev (1996, S.78–87).

den verschiedenen Unternehmen sehr unterschiedlich ist, steht zu erwarten, daß der konstruktive Geist sich durchsetzen wird und ein Ausgleich der Interessen hinsichtlich der Unternehmenszielsetzungen erreicht werden kann.

3.5. Bilanz der ersten Welle der Massenprivatisierung

Nach Angaben der Privatisierungsagentur sind gegen Ende 1997 nur 18% des Eigentums in Bulgarien entstaatlicht, davon 5% über die Kassen- und 13% über die Massenprivatisierung.⁸ Die erste Welle der Massenprivatisierung in Bulgarien wird nach Angaben des Zentrums zur Massenprivatisierung ziemlich optimistisch beurteilt. So gibt es nach 18 Monaten schon 747 Unternehmen mit über 50% privatem Eigentumsanteil. Dabei geht es vor allem um Betriebe, die gute Zukunftsperspektiven haben. Die erste Welle der MP in Bulgarien hat fast alle Unternehmen umfaßt, die positive wirtschaftliche Ergebnisse, keine übermäßige Verschuldung aufweisen und denen günstige Entwicklungstendenzen vorausgesagt werden. Die Anzahl der Betriebe, in denen alle Aktien verkauft worden sind, beträgt 611. In 666 Unternehmen sind mindestens 67% des Kapitals entstaatlicht. In 81 Betrieben betragen die durch Investitionsbons privatisierten Aktiva zwischen 50 und 67%. Ferner gibt es 293 Gesellschaften mit unter 50% entstaatlichtem Kapital.

Insgesamt sind nach dem Programm der MP ungefähr 69 Mill. Aktien erworben worden, davon etwa 60 Mill. von den Privatisierungsfonds und zirka 9 Mill. von individuellen Käufern. An den ersten drei Runden der ersten Welle der MP haben sich über 3 Mill. Bulgaren beteiligt, 2,1 Mill. davon haben ihre Bons in den Privatisierungsfonds angelegt. Knapp 500 000 Bulgaren haben gut 9 Mill. Präferenzaktien erworben. Die Tabelle 12 zeigt die Ergebnisse der MP nach drei Runden.

Ähnlich wie in Tschechien, wo die PF über 40% des industriellen Kapitals angesammelt haben, besitzen die 81 gegründeten Privatisierungsfonds (PF) in Bulgarien 84% des gesamten Bonpotentials.⁹ Ihr gesamtes Kapital (in Lewa, Staatswertpapieren und Investitionsbons) beträgt 64,5 Mrd. Lewa.¹⁰ Das zur MP verfügbare Kapital wird auf die PF, den Staat und die individuellen Aktionäre im annähernden Verhältnis 69%, 27% und 4% (nach anfänglicher Einschätzung bulgarischer Experten) aufgeteilt. Aus der so entstandenen Struktur des Eigentums nach der MP kann man schließen, daß das Modell des bei den PF konzentrierten Eigentums sich

⁸ Vgl. Privatisierungsagentur (1997).

⁹ Vgl. Buch (1997).

¹⁰ Nach Angaben der Kommission für Wertpapier- und Fondsbörsen (1997).

als Hauptmodell der kooperativen Verwaltung in Bulgarien behaupten wird.¹¹ Das größte Kapital (in Höhe von 6,5 Mrd. Lewa) weist der Vereinigte Bulgarische PF "Dowerije" AG auf. Über ein minimales Kapital (bis 100 000 Lewa) verfügen hingegen ganze sieben PF, zu denen "Isotserwis" AG, "Isgrew" AG, "Sadruha 21 Wek" AG, der "Russener PF" AG, der "Regionale PF Sila" AG und der PF "Balgarski shelesnitsi" AG gehören.

Tabelle 12: Ergebnisse der Massenprivatisierung nach drei Runden

	1. Runde	2. Runde	3. Runde	Insgesamt
Angebote Aktien (Mill.)	78,3	54,3	28,2	84,4
Verkaufte Aktien (Mill.)	32,4	24,2	12,5	69,1
Von den individuellen Teilnehmern erworbene Aktien (Mill.)	4,3	2,4	2,4	9
Ausgegebene Bonressourcen (Mrd. Bons)	6,2	1,7	1,2	9,1
Durchschnittlicher Preis einer Aktie der individueller Teilnehmer	1442	708	500	1011
Von der Fonds erworbene Aktien (Mill.)	28	21,8	10,1	60
Ausgegebene Bonressource (Mrd. Bons)	44,9	12,9	4,5	62,4
Durchschnittlicher Preis einer Aktie der Fonds	1604	550	446	1040

Quelle: Nachrichtendienst der Privatisierungsagentur, Sofia (1997b, S. 2).

Die meisten PF (38) haben ein Kapital in Höhe von 100 bis 300 Mill. Lewa angesammelt. Es gibt nur vier PF, deren Kapital über 3 Mrd. Lewa hinausgeht: "Dowerije" AG, "Petrol" AG, der "Bulgarisch–Holländische PF" und "Albena–Inwest". Es ist zu erwarten, daß die großen PF, die sich an über 100 Unternehmen beteiligen, auf ernsthafte Schwierigkeiten stoßen werden, wenn sie ihr Eigentumsrecht auszuüben beginnen. Die kleinen PF werden dagegen Probleme beim Zusammenstellen eines optimalen Investitionsporefeuillees haben und sich der Gefahr gegenüber sehen, mit größeren PF zusammengesgeschlossen oder von ihnen verschlungen zu werden.

Wenn man die PF vom Gesichtspunkt der Anzahl der Unternehmen betrachtet, in denen sie Aktien erworben haben, kann man feststellen, daß die überwiegende Anzahl der PF (25) Aktien in 11 bis 20 Unternehmen haben. Es folgen 18 PF mit Aktien in 10 oder weniger Betrieben. Ganze 47 PF mit einem Kapital zwischen 100–500 Mill. Lewa haben Aktien in 20 oder weniger Unternehmen, nur zwei PF in über 100 Betrieben und vier in höchstens fünf Unternehmen erworben. Den Rekord mit den meisten Unternehmensbeteiligungen hält der PF "Dowerije"

¹¹ Vgl. Georgiev Keremedchiev (1998).

(174), gefolgt vom "Bulgarisch–Holländischen PF", der Aktien in 111 Betrieben besitzt. Die Möglichkeit der PF, Aktienpakete von verschiedenen Betrieben zu halten, ist ein großer Vorteil vom Gesichtspunkt des Verhaltens der Unternehmen nach der Privatisierung. Die Diversifikation des Investitionsportefeuilles ist ein Schutzmechanismus im Interesse der kleinen Aktionäre. Wenn einige der Unternehmen sich als unzuverlässig erweisen sollten, so könnten andere für einen Marktdurchbruch sorgen, was die Verluste der Aktionäre minimieren oder gar ausgleichen könnte.

Zur Begrenzung des Einflusses der PF auf die Unternehmenspolitik läßt – wie bereits erwähnt – die bulgarische Gesetzgebung nur einen 34%–Anteil zu. Wenn aber das restliche Eigentum stark gestreut ist, kann nicht ausgeschlossen werden, daß der PF–Anteil ausschlaggebend für die Unternehmenspolitik wird. Auch ist es möglich, daß von einem Betrieb zwei unterschiedliche PF je 34% der Aktien erwerben. In diesem Fall würde sich deren Einfluß auf die Unternehmenspolitik enorm vergrößern.

Die Begrenzung auf 34% erlischt, wenn der freie Aktienhandel beginnt und die Umwandlung der PF in Holdinggesellschaften erfolgt ist. Um diese Begrenzung noch vor den Auktionsrunden zu umgehen, haben die PF eine Strategie entwickelt und sich gemeinsam um ganz konkrete Unternehmen beworben und anschließend die erworbenen Aktien getauscht. Auf diese Art und Weise wurde das Eigentum in den Fonds konzentriert. 67 der insgesamt 81 PF halten 396 Maximalquoten von je 34%. Der Vereinigte Bulgarische PF "Dowerije" besitzt 34% der Aktien in 43 Betrieben. Es folgen der PF "AKB–Fores–Sozialen" mit 25 Paketen, der PF "Melinwest" mit 19 und der Nationale PF "Saedinenije" mit 16 Paketen. Der nach dem registrierten Kapital zweitgrößte "Bulgarisch–Holländische PF" besitzt in 24 Unternehmen mindestens eine 2/3 Beteiligung.

Von den 1050 Unternehmen, die im Programm zur Privatisierung durch Investitionsbons vorgesehen waren, sind nach dem Abschluß der 3. Auktionrunde 10 aus der Privatisierungsliste ausgeschieden (neun deshalb, weil sie nicht in AG umgewandelt waren, eine, weil es nicht zu beseitigende Probleme gab). Von den übrigen 1040 Unternehmen, die der Massenprivatisierung unterliegen, weisen die meisten (174) ein Kapital in Höhe von 100–200 Mill. Lewa auf; 50,5% davon sind schon entstaatlicht. Die Unternehmen mit einem vergleichsweise niedrigen Kapital (zwischen 1–10 Mill. Lewa) wurden am schnellsten entstaatlicht (80,6%). In die nächste Gruppe (Kapital zwischen 10–20 Mill. Lewa) fallen 112 Betriebe, von denen 74,2% schon privatisiert sind. Über ein Kapital in Höhe von 20–30 Mill. Lewa (30–40 Mill. Lewa) verfügen 107 (88) Unternehmen, wobei der Privatisierungsanteil bei 72,3% (65,2%) liegt.

Die PF sind besonders am Aktienaufkauf von Unternehmen mit verhältnismäßig geringem Kapital interessiert. Der wichtigste Grund dafür ist, daß die PF hier die Möglichkeit sehen, die maximale 34%–Beteiligungsquote gegen einen relativ geringeren Einsatz von Privatisierungsbonds zu erwerben. Außerdem ist gerade von den kleineren Betrieben eine größere Anzahl zur MP vorgesehen. Die PF vermeiden also den Aktienaufkauf in den großen Unternehmen, da es ihnen an der notwendigen Erfahrung in der Führung und dem Management von größeren Unternehmen und an zusätzlichen Investitionsmitteln mangelt. So gilt das vorrangige Interesse der PF dem Aktienkauf in Betrieben der Nahrungsmittelindustrie, des Tourismus und des Handels. Bemerkenswert niedrig ist der zur MP vorgesehene bzw. bereits verwirklichte Anteil im Metallurgiekonzern EAG "Kremikowtzi", wo von den vorgesehenen 35% nur 3,7% realisiert sind. Ein analoger Fall liegt bei dem größten bulgarischen Erdölverarbeitungsbetrieb EAG "Neftochim" vor, wo von den vorgesehenen 25% kaum 3,2% realisiert sind.

4. Schlußfolgerungen

Vor Beginn des Privatisierungsprozesses befanden sich nahezu alle bulgarischen Unternehmen im Staatseigentum. Der gegenüber anderen post-sozialistischen Ländern viel zu langsame Verlauf der Wirtschafts- und Strukturreform hat insbesondere dazu geführt, daß vor allem über die Initiativen von Insidern (überwiegend aus der alten Nomenklatura) weitgehend unkontrollierte Eigentumsübertragungen erfolgt sind, die zu fragwürdigen Machtkonzentrationen und zur Herausbildung starker ökonomischer Gruppierungen in der Wirtschaft geführt haben. In der ersten Etappe der Transformation wurden die meisten bulgarischen Unternehmen in Aktiengesellschaften umgewandelt, wobei der bulgarische Staat allerdings ausschließlicher Eigentümer der Aktienpakete blieb, so daß keine Privatisierung, sondern nur eine Änderung der Rechtsform erfolgte.

Erst mit der Kassen- und Massenprivatisierung wurde der Entstaatlichungsprozeß eingeleitet, der im übrigen im Hinblick auf die Privatisierungsfonds stark dem tschechischen Vorbild ähnelt. Anders als in Polen wurden die PF nicht vom Staat gegründet. Der Prozeß der Eigentumsübertragung erweist sich in Bulgarien als ein zum Teil langsames und langwieriges Umstrukturierungsverfahrens mit offenem Ausgang. Als wesentliche Anteilseigner an den neuen Aktiengesellschaften konnten sich die Regierung und die Manager behaupten. Anders als beispielsweise in Polen, wo die traditionell starken Gewerkschaften die dortigen Reformen initiiert haben, spielt die Beteiligung der Arbeitnehmer in Bulgarien keine ausgeprägte Rolle. So

zählt das Unternehmensmanagement und die PF zu den besonders aktiven Kräften im Privatisierungsprozeß. Die Fähigkeiten der Manager bestimmen im übrigen auch weitgehend die Chancen, die stark angeschlagenen bulgarischen Unternehmen zu stabilisieren.

Eines der Hauptprobleme im bulgarischen Privatisierungsprozeß liegt darin, wie die Rechte des Managements und der neuen Eigentümer geregelt werden sollen. Zur Sicherung der Interessen der Investoren wäre auch ein System der direkten Beteiligung der Investoren an der Unternehmensführung durchaus akzeptabel.

Besondere Risiken bei der MP liegen darüber hinaus im Verhalten der Manager in den zur Privatisierung vorgesehenen Unternehmen begründet. Droht ihnen Machtverlust oder gar Entlassung bei einer Übernahme des Unternehmens durch neue Eigentümer, kann deren Unternehmensführung in der Zeit bis zur endgültigen Privatisierung (i.d.R. 8 bis 12 Monate) aufgrund fehlender eigener Interessen ineffektiv sein und eher zur Verschlimmerung der finanziellen Lage der Betriebe führen. Obwohl eine weitere Unternehmensverschuldung während der Privatisierungsprozedur verboten ist, kann nicht ausgeschlossen werden, daß sich die ökonomische Situation der Unternehmen durch verantwortungsloses Handeln oder einfach Tatenlosigkeit seitens der Manager dramatisch verschlechtert. In dem Fehlen hinreichender Anreize für das alte Management manifestiert sich ein ganz besonderes Prinzipal–Agenten–Problem.

Es bedarf daher einer strengen Aufsicht über das Managements, weil in Bulgarien die unternehmensrechtlichen Kontrollorgane immer noch nicht hinreichend funktionieren. Wenn man annimmt, daß das Management die optimale Unternehmensführung gewährleistet, steht demgegenüber die Frage offen, wer konkret die Kontrollfunktionen übernimmt. In einer langfristigen Perspektive wird im Verlauf der Umstrukturierungen sicherlich mit einer Verbesserung der Aufsicht durch die Investoren zu rechnen sein. Man traut allerdings den PF durchaus zu, daß sie die marktwirtschaftliche Umorientierung im Verhalten der Gesellschaften herbeiführen werden. Es ist aber immer noch zu früh, um eine endgültige Beurteilung geben zu können, ob die PF sich als Basisinvestors behaupten und Garantien für die effektive Kontrolle der Unternehmensführung im Interesse der Anteilseigner gewährleisten können.

Als hochriskant ist auch oft das Verhalten des Vorstandes der PF zu bezeichnen. Die Manager des Fonds können mit den Anteilen der Unternehmen, die sie verwalten, nach ihren eigenen Interessen verfahren, die sich nicht zwangsläufig mit den Interessen der Aktionäre des Fonds decken müssen. Auch auf dieser Ebene ist also ebenfalls ein Prinzipal–Agenten–Problem zu konstatieren. Aus diesem Grund ist die Einführung zusätzlicher Anreiz- und Sanktionsmecha-

nismen hinsichtlich des Managerverhaltens erforderlich, insbesondere so lange die Kapitalmärkte und Börsen noch nicht voll funktionsfähig sind. Allein wenn ihre Vergütung von der Höhe der Aktiva abhängen würde, die der Fonds kontrolliert, schaffte dies wichtige Anreize zur wirkungsvollen Verwaltung des Investitionsportefeuilles.

Außerdem ist es durchaus möglich, daß von der Gründung der Fonds bis zu den ersten Hauptversammlungen der Aktionäre mehr als ein Jahr vergeht – eine Periode, in der sich die Aktionäre in vollem Informationsvakuum in bezug auf das Verhalten der Manager der Fonds befinden. Kontraproduktive Aktivitäten der Manager, die im Gegensatz zu den Interessen der Aktionäre stehen, sind auch nach Abschluß der MP, wenn der Fonds schon Verwalter der Aktienpakete der Unternehmen ist, nicht auszuschließen. Um dies zu vermeiden, sollten die Aktionäre eine strenge Kontrolle ausüben, insbesondere Informationen über die gekauften und verkauften Aktien und über die getätigten Geschäfte verlangen. Ferner ergeben sich Interessenkonflikte, wenn im Fall einer Eigentumsverflechtung (z.B. wenn eine Bank sich am PF beteiligt und der Fonds ein Aktienpaket des Unternehmens besitzt, das derselben Bank gegenüber Schuldner ist) das Management den Interessen der Bank Priorität gibt, ohne die Interessen der Aktionäre zu berücksichtigen.

Trotz durchaus positiver Ansätze hat das bulgarische Modell der MP nicht zu einer durchgreifenden marktwirtschaftlichen Orientierung geführt. Es fehlt immer noch ein leistungsfähiges modernes und vor allem privates Geschäftsbankensystem, das das Herz eines jeden effizienten Marktsystems darstellt. Die MP begann in einem weitgehend staatlichen Bankensystem, insbesondere nach dem bereits viele Privatbanken in Konkurs gegangen waren, was das Mißtrauen der Bürger in die Funktionsfähigkeit eines solchen Systems enorm verstärkt hat. Gegenwärtig beschränkt sich die Funktion des Finanzsektors auf den engen Rahmen der Abwicklung von Spareinlagen der Bevölkerung, ohne als unabhängiger institutioneller Investor zu operieren. Sogar der bargeldlose Zahlungsverkehr, aber vielmehr noch die Kapitalmärkte und die Fondsbörsen stecken noch immer in den Kinderschuhen.

Von allen Finanzinstitutionen sind die Banken die einzigen, die Finanzressourcen zur Verfügung stellen und zugleich eine Kontrolle auf die Unternehmen ausüben. Die aktive Beteiligung der Banken am Privatisierungsprozeß in Bulgarien wird durch das aus der Vergangenheit ererbte Kreditierungssystem stark erschwert. Die bulgarischen Banken haben keine praktische Erfahrung und Kompetenz zum Ausüben von Aufsicht und Kontrolle über die verschuldeten Unternehmen. Die Kombination von direkter Bankkontrolle über die Staatsunternehmen (die Banken sind ja ihr Hauptgläubiger) und indirekter über Tochterinvestitionsgesellschaften würde

das bulgarische Verwaltungsmodell mehr an das in modernen Volkswirtschaften übliche System annähern.

Zur Zeit existieren in Bulgarien keine adäquaten Aufsichtsmechanismen und keine Mechanismen der kooperativen Unternehmensführung. Die Prognosen in bezug auf die Motivation der PF, die privatisierten Unternehmen erfolgreich umzugestalten, haben sich noch nicht nachdrücklich bestätigt. Zum Preis von 500 Lewa (bzw. 100 Lewa. für Rentner, Schüler und Studierende) haben alle bulgarischen Bürger über 18 Jahre je 25 000 Investitionsbons erhalten. Das sechsmonatige Verbot hinsichtlich des Verkaufs von Aktien der PF und die praktische Unmöglichkeit, die vinkulierten kostenlosen Aktien, die an die Arbeitnehmerkollektive vergeben wurden, zu verkaufen, fördert den spekulativen Vouchermarkt und hält den Privatisierungsprozeß auf. Die fehlende Dynamik ist für den Prozeß der MP fatal, und die Verspätung der weiteren MP in Bulgarien schon Realität. Auch gibt es viele Unklarheiten hinsichtlich der Prinzipien des Verkaufs der Aktienpakete der Unternehmen.

Je mehr sich die MP auf die Marktmechanismen und je weniger sie sich auf den bürokratischen Eingriff des Staates stützt, desto erfolgreicher ist sie. Die Rolle des Staates ist zwar sehr wichtig, aber nur bei der Festsetzung der Regeln und bei der Vorbereitung der Unternehmen für die Privatisierung: Der Staat ändert die jeweiligen Strukturen, schafft den Rahmen der Gesetzgebung, reformiert das Banksystem. Es stellt sich allerdings deutlich heraus, daß nur ein stabiler Staat günstige Bedingungen für eine dynamische marktwirtschaftliche Entwicklung schaffen kann, deren wichtigste Grundlage ein funktionierender Wettbewerb ist. Werden auch die Geld- und Kapitalmärkte dem Wettbewerb verstärkt ausgesetzt, würde dies auch zu einer verbesserten Kontrolle der Privatisierungsfonds beitragen und zugleich den Interessen der neuen Aktionäre dienlich sein. Trotz aller aufgezeigten Schwächen bleibt dennoch festzuhalten, daß es zum eingeleiteten Privatisierungsprozeß keine Alternative gibt und wichtige Teilerfolge bereits erzielt worden sind.

Literaturverzeichnis

- Bräcker, H. (1995) Die Privatisierungs- und Sanierungsstrategie der Treuhandanstalt – Eine Analyse aus transaktionskostentheoretischer Sicht. In: DIW, Vierteljahrsheft, Nr. 3. Berlin.
- Buch, K. (1997) The End of the Czech Miracle. In: Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 301. Kiel.
- Dabrowski, J. (1996) Privatisierung der polnischen Wirtschaft–5Jahre Erfahrung. In: DIW, Vierteljahrsheft, Nr. 2. Berlin.
- Earle, J.; Frydman, R.; Rapaczinski, A. (1993): Privatization in the Transition to a Market Economy. London.
- Georgiev, I.; Keremedchiev, S. (1998) Korporativno upravlenie v Bulgaria Projekt. Sofia.
- Glismann, H. (1993) Privatisierung staatlichen Eigentums in den mittel- und osteuropäischen Ländern – Eine kritische Analyse. In: Kieler Arbeitspapiere, Nr. 573. Kiel.
- Heinrich, R. (1993) The Merits of Insider Privatisation. What Russia can Learn from Eastern Central Europe. In: Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 201. Kiel.
- Hirschhausen, Ch. (1996) Lessons from Five Years of Industrial Reform in Post-Sozialist Central and Eastern Europe. In: DIW, Vierteljahrsheft, Nr. 1. Berlin.
- Kommission für Wertpapier- und Fondsbörsen (1997) Jahresbericht 1997. Sofia.
- Nachrichtendienst der Privatisierungsagentur (1995) Nr. 4. Sofia.
- Nachrichtendienst der Privatisierungsagentur (1997a) Nr. 1. Sofia.
- Nachrichtendienst der Privatisierungsagentur (1997b) Nr. 9. Sofia.
- Pasev, V. (1996) Masovata privatisatia. Sofia.
- Privatisierung durch Mitarbeiterbeteiligung (1994) In: Presseschau Ostwirtschaft, Jg. 32, H. 2. Wien.
- Privatisierungsagentur (1995) Die Kassenprivatisierung im Staatssektor – Bericht, (in bulgarisch). Sofia.
- Privatisierungsagentur (1997) Jahresbericht 1997, (in bulgarisch). Sofia.
- Siegmund, U. (1997) Wie privatisieren und Wer privatisiert? In: Kieler Arbeitspapiere, Nr. 812. Kiel.
- Sozialno-ikonomicheskoto rasvitie – Bulgaria (Soziale und ökonomische Entwicklung in Bulgarien), NSI, 1996. Sofia.
- Statisticheski barometar (1997) NSI, Nr. 120 (in bulgarisch). Sofia.
- Statisticheski spravochnik 1997 (Statistisches Jahrbuch 1997), NSI, 1997. Sofia.

Gesetzliche Vorlagen

- Gesetz über die Privatisierungsfonds. DV, Nr. 1, 1996.
- Gesetz über die Regelung von unbeglichenen Krediten. DV, Nr. 110, 1993.
- Gesetze über die Umwandlung und Privatisierung staatlicher Unternehmen. DV, Nr. 38, 1992, DV, Nr. 51, 1994, DV, Nr. 45, 1995, DV, Nr. 57, 1995, DV, Nr. 109, 1995, DV, Nr. 42, 1996, DV, Nr. 45, 1996, DV, Nr. 68, 1996, DV, Nr. 85, 1996.
- Verordnung über die Bedingungen zum Aktienkauf gegen Kreditforderungen durch die Gläubiger. DV, Nr. 74, 1996.
- Vorschriften über die Investitionsbons. DV, Nr. 29 1996, DV, Nr. 106, 1996.
- Vorschriften über die Voucher-bücher von Bürgern. DV, Nr. 76, 1995, DV, Nr. 114, 1995.
- Wertpapierbörse-, und Investitionsgesellschaftengesetz. DV, Nr. 63, 1995.

Also published in this series:

Finanzwissenschaftliche Diskussionsbeiträge

Nr. 1	7/95	H.-G. Petersen	Economic Aspects of Agricultural Areas Management and Land/Water Ecotones Conservation
Nr. 2	7/95	H.-G. Petersen	Pros and Cons of a Negative Income Tax
Nr. 3	7/95	C. Sowada	Haushaltspolitische Konsequenzen steigender Staatsverschuldung in Polen
Nr. 4	8/95	C. Bork	Die Elektrizitätswirtschaft in der Bundesrepublik Deutschland - Das Tarifpreisenehmigungsverfahren und seine Auswirkungen auf eine potentielle Netzübernahme nach Ablauf von Konzessionsverträgen
Nr. 5	10/95	H.-G. Petersen	Transformation Process After Five Years: Behavioral Adaptation and Institutional Change - The Polish Case
Nr. 6	11/95	C. Bork K. Müller H.-G. Petersen S. Wirths	Wider den Sachzeitwert - Untersuchung zur Frage des angemessenen Übernahmepreises von Elektrizitätsversorgungsnetzen
Nr. 7	1/96	C. Sowada	Sozialpolitik im Transformationsprozess am Beispiel Polens
Nr. 8	4/96	K. Müller T. Nagel H.-G. Petersen	Ökosteuerreform und Senkung der direkten Abgaben: Zu einer Neugestaltung des deutschen Steuer- und Transfersystems
Nr. 9	6/96	H.-P. Weikard	The Rawlsian Principles of Justice Reconsidered
Nr. 10	9/96	H.-G. Petersen	Effizienz, Gerechtigkeit und der Standort Deutschland
Nr. 11	10/96	H.-P. Weikard	Sustainable Freedom of Choice - A New Concept
Nr. 12	2/97	C. Bork K. Müller	Aufkommens- und Verteilungswirkungen einer Reform der Rentenbesteuerung mit einem Kommentar von H.-P. Weikard zu Rentenbesteuerung und Korrespondenzprinzip
Nr. 13	2/97	C. Bork	Ein einfaches mikroökonomisches Gruppensimulationsmodell zur Einkommensbesteuerung
Nr. 14	3/97	H.-G. Petersen	Das Neuseeland Experiment: Ist das die zukünftige Entwicklung des deutschen Sozialstaats?
Nr. 15	4/97	H.-P. Weikard	Contractarian Approaches to Intergenerational Justice
Nr. 16	8/97	H.-G. Petersen C. Bork	Schriftliche Stellungnahme zum Entwurf eines Steuerreformgesetzes (StRG) 1999 der Fraktionen CDU/CSU und F.D.P.
Nr. 17	10/97	H.-P. Weikard	Property Rights and Resource Allocation in an Overlapping Generations Modell
Nr. 18	10/97	C. Sowada	Wieviel Staat braucht der Markt und wieviel Staat braucht die Gerechtigkeit? Transformation des polnischen Sozialversicherungssystems im Lichte der deutschen Erfahrungen
Nr. 19	12/97	C. Bork K. Müller	Effekte der Verrechnungsmöglichkeit negativer Einkünfte im deutschen Einkommensteuerrecht

Nr. 20	01/98	C. Bork H.-G. Petersen	Ein Vergleich möglicher Datensätze zur Eignung für steuerpolitische Simulationsrechnungen
Nr. 21	02/98	S. Gabbert H.-P. Weikard	Food Deficits, Food Security and Food Aid: Concepts and Measurement

**Specials Series:
Industrial and Social Policies in Countries in Transition**

No. S-1	12/97	H.-P. Weikard	Industrial Policies and Social Security: Investigating the Links
No. S-2	06/98	H.-G. Petersen C. Sowada	On the Integration of Industrial and Social Policy in the Transition Process
No. S-3	06/98	B. Czasch A. Balmann M. Odening T. Soboczek M. Switlyk	Die Umstrukturierung landwirtschaftlicher Unternehmen beim Übergang zur Marktwirtschaft unter besonderer Berücksichtigung des Faktors Arbeit
No. S-4	06/98	R. Bakardjieva C. Sowada	Soziale Sicherung in Bulgarien 1991-1997. Entwicklung - Stand – Perspektiven