

## Ökonomische und politische Hemmnisse der bulgarischen Privatisierung

Perez Herrera, Gema

Veröffentlichungsversion / Published Version

Forschungsbericht / research report

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Perez Herrera, G. (1996). *Ökonomische und politische Hemmnisse der bulgarischen Privatisierung*. (Berichte / BIOst, 51-1996). Köln: Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-42735>

### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

### Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

Die Meinungen, die in den vom BUNDESINSTITUT FÜR OSTWISSENSCHAFTLICHE UND INTERNATIONALE STUDIEN herausgegebenen Veröffentlichungen geäußert werden, geben ausschließlich die Auffassung der Autoren wieder.

© 1996 by Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Köln

Abdruck und sonstige publizistische Nutzung - auch auszugsweise - nur mit vorheriger Zustimmung des Bundesinstituts sowie mit Angabe des Verfassers und der Quelle gestattet.

Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Lindenbornstr. 22, D-50823 Köln, Telefon 0221/5747-0, Telefax 0221/5747-110; Internet: <http://www.uni-koeln.de/extern/biost>

ISSN 0435-7183



# Inhalt

Seite

Kurzfassung	
.....	
3	
1. Struktur der industriellen Privatisierung	
.....	
5	
1.1 Ablauf der Privatisierung	6
1.1.1 Gesetzlicher Ablauf	6
1.1.2 Zuständige Privatisierungsinstitutionen	8
1.1.3 Schritte der Privatisierung	10
1.2 Methoden der Privatisierung	10
1.2.1 Materielle Privatisierung	11
1.2.2 Privatisierung des Managements	16
2. Ökonomische Hemmnisse im Privatisierungsprozeß	
.....	
18	
2.1 Problem der Unternehmensbewertung	18
2.1.1 Angewandte Verfahrenstechniken und ihre Relevanz für Transformationsländer	18
2.1.2 Methoden der Unternehmensbewertung in Bulgarien	22
2.2 Schlechte Schulden der bulgarischen Unternehmen	24
2.2.1 Schlechte Schulden und ihre Auswirkung auf den Privatisierungsprozeß	24
2.2.2 Bulgariens Lösungsansatz zum Problem der schlechten Kredite	25
2.3 Bulgariens Auslandsverschuldung	26
2.3.1 Behandlung der Auslandsverschuldung	26
3. Politische Schwierigkeiten der Privatisierung	
.....	
28	
3.1 Machtverlust durch sinkende Staatsanteile	28
3.2 Kosten der Privatisierung	30
3.3 Privatisierungsagentur (PA) als ausführende Institution	31
3.4 Sonstige Einflußgruppen	31
Summary	
.....	
33	

10. Oktober 1996

Die Verfasserin ist als Wirtschaftsexpertin freiberuflich tätig.

Redaktion: Brigitta Godel/Ognian Hishow

**Gema Pérez Herrera**

## **Ökonomische und politische Hemmnisse der bulgarischen Privatisierung**

**Bericht des BIOst Nr. 51/1996**

### **Kurzfassung**

#### *Vorbemerkung*

Sieben Jahre sind seit Beginn des Transformationsprozesses vergangen, und Bulgarien befindet sich in einer wirtschaftlichen und politischen Krise. Es stellt sich die Frage, warum Bulgarien bezüglich des Reformprozesses eines der rückständigsten mittel- und osteuropäischen Länder ist.

Ein wichtiger Teil der Antwort ist in den ernüchternden Ergebnissen der Privatisierung zu finden. Es würde jedoch zu einer starken Vereinfachung der Situation führen, die Antwort lediglich im ökonomischen Umfeld suchen zu wollen. Deswegen konzentriert sich der vorliegende Bericht nach einer Relevanzanalyse wirtschaftlicher Faktoren auf die Untersuchung politischer Hemmnisse im Privatisierungsprozeß.

Die Ergebnisse der Arbeit beruhen hauptsächlich auf in Bulgarien mit Fachleuten geführten Interviews.

#### *Ergebnisse*

1. Erste Ansätze bezüglich der Eigentumsfrage enthielt der Anfang 1989 in Kraft gesetzte Regierungserlaß über die Wirtschaftstätigkeit. Dieser Erlaß ermöglichte zusammen mit den entsprechenden Ausführungsbestimmungen die Gründung von Privatfirmen und ließ dabei jede Eigentümerstruktur zu. In der Zeit zwischen 1989 und 1991 entstand eine Vielzahl von Privatfirmen.
2. Auf Druck der Öffentlichkeit kam im Jahre 1991 ein Moratorium des gesamten Erlasses zustande, da sich die Nomenklatura und die Schwarzhändler als die Profiteure des Gesetzes herausstellten. Im Mai 1992 wurde das „Gesetz über die Umwandlung und Privatisierung staatlicher und kommunaler Unternehmen“ in Kraft gesetzt. Die Privatisierung der staatlichen Unternehmen verlief auch unter den Bestimmungen des Privatisierungsgesetzes schleppend.
3. Auch wenn das Privatisierungsgesetz die Möglichkeit eröffnet, fast alle Methoden der Privatisierung anzuwenden, hat sich diese Tatsache nicht positiv auf die Geschwindigkeit des Prozesses ausgewirkt. In der bulgarischen Privatisierung kann man zwischen zwei Formen der Privatisierung unterscheiden, der materiellen Privatisierung und der Privatisierung des Managements. Bei der materiellen Privatisierung verändern sich die Eigentumsverhältnisse, was bedeutet, daß das Unternehmen in privaten Besitz übergeht. Bei der Privatisierung des Managements fungiert weiterhin der Staat als Eigentümer.
4. Anfang 1996 wurde in Bulgarien als zusätzliche Privatisierungsmethode die Massenprivatisierung mit dreijähriger Verspätung eingeführt. Obwohl Bulgarien sich bei Beginn des Privatisierungsprozesses gegen die Massenprivatisierung ausgesprochen hatte, kam es be-

dingt durch den zähen Verlauf und durch den externen Druck internationaler Institutionen schließlich zu einer Kursänderung.

5. Als gravierende ökonomische Hemmnisse, die den Prozeß der Privatisierung möglicherweise beeinträchtigen, lassen sich folgende aufzählen: die Unternehmensbewertung der zu privatisierenden Unternehmen, die schlechten Schulden der bulgarischen Unternehmen und die Auslandsverschuldung Bulgariens.
6. Bis jetzt wurden in Bulgarien keine speziellen Bewertungsmethoden im Rahmen der Privatisierung entwickelt. Die existierenden Verfahren sind sehr zeitintensiv und aufgrund des oft fehlenden oder ungenaueren Materials wenig objektiv und aussagekräftig für den potentiellen Käufer. Die Möglichkeit, die Betriebe zu einem symbolischen Preis zu verkaufen, wurde von bulgarischer Seite abgelehnt.
7. Ein wichtiger Grund für den langsamen Verlauf des Privatisierungsprozesses in Bulgarien und für das mangelnde Interesse des Auslandes an finanziellen Beteiligungen im Rahmen der Privatisierung ist die hohe Verschuldung der bulgarischen Unternehmen. Ende 1995 belief sich dieser Wert auf 250 Mrd. Leva. Gerade in den ersten Jahren nach der Wende stieg das Volumen der notleidenden Kredite rasant an. Schuld an dieser Kreditvergabepolitik ist die direkte Versorgung der staatlichen Unternehmen mit Krediten.
8. Die letzte ökonomische Größe betrifft die Auslandsverschuldung Bulgariens. Im Jahr 1995 betrug die gesamte Summe der bulgarischen Auslandsschulden 9,7 Mrd. US-Dollar. Es liegt nahe zu behaupten, daß die Schuldensituation Bulgariens die Auslandsinvestitionen fernhält und somit den weiteren Verlauf der Privatisierung bremst. Bei einer Betrachtung der Schuldensituation in anderen mittel- und osteuropäischen Ländern wie z.B. Ungarn stellt man fest, daß dessen Pro-Kopf-Verschuldung höher ist als in Bulgarien. Dagegen sind die Direktinvestitionen in diesen Ländern höher. Das vorsichtige Verhalten der ausländischen Investoren ist vielmehr auf die Tilgungsmentalität Bulgariens gegenüber seinen Gläubigern zurückzuführen.
9. Die Hemmnisse der Privatisierung sind in erster Linie politischer Natur. Drei Hauptquellen sind entscheidend für den Rückstand des Privatisierungsprozesses. Hierbei handelt es sich um die Regierung, um die Privatisierungsagentur und um finanzstarke Gruppierungen.

## 1. Struktur der industriellen Privatisierung

In Bulgarien begann der Transformationsprozeß im Jahre 1989. Der Übergang zur Marktwirtschaft und im speziellen der Privatisierungsprozeß verliefen bis jetzt trotz einer Reihe von Gesetzesinitiativen sehr langsam und widerspruchsvoll. Der Transformationsprozeß in Bulgarien hat sich bis jetzt als volatil erwiesen.

Ein wichtiger Grund für diese Entwicklung war die politische Landschaft seit 1989. Sechs unterschiedliche Premierminister und der Regierungszusammenbruch im Oktober 1994 sprechen für die instabile politische Lage, die den Transformationsprozeß gebremst hat. Der Zerfall des RGW und der damit einhergehende Zusammenbruch des starken Wirtschaftshandels mit der ehemaligen Sowjetunion hat Bulgarien zusätzlich vor eine Reihe neuer Schwierigkeiten gestellt.

Ab 1989 fand die kleine Privatisierung statt, für die es kein Gesetz gab, sondern die durch den Erlaß des Dekrets Nr. 56 geregelt wurde. In diesem Zusammenhang wurde der Großteil der kleinen Objekte, Einzelhandels-, Tourismus-, Handwerks- und Transportunternehmen, privatisiert, so daß im Zeitraum von März 1989 bis Mai 1990 15.395 Firmen entstanden; davon waren allerdings über 80% Einpersonenfirmer. Dieser Gründungsboom hatte zum einen kaum konjunkturelle Auswirkungen. Zum anderen fand in der Anlaufzeit des Privatisierungsprozesses eine sogenannte „wilde Privatisierung“ statt: Die Nomenklatura kannte die Gesetzeslücken und machte sich die unregelmäßige Situation zunutze, um lukrative staatliche Unternehmen zu niedrigen Preisen zu erwerben. Somit konnte die Nomenklatura ihre Position dazu benutzen, Roh- und Werkstoffe zu erwerben sowie einträgliche Auslandsgeschäfte abzuschließen. Angesichts dieser Entwicklung verbot die Regierung vorerst den weiteren Verkauf von staatlichen Großbetrieben, wodurch der Privatisierungsprozeß entschieden gebremst wurde.

Nach dieser ersten Privatisierungswelle wurden die Forderungen nach einer radikalen Privatisierung Anfang 1990 immer nachdrücklicher. Im Mai 1992 trat somit ein Privatisierungsgesetz, das sogenannte „Gesetz über die Umwandlung und Privatisierung staatlicher und kommunaler Unternehmen“, in Kraft. Bis zum Jahreswechsel 1992/93 wurde aufgrund der neuen Rechtsnormen kein Objekt privatisiert, da die Regierung während dieser Zeit mit der Erstellung des institutionellen Rahmens für den Ablauf der Privatisierung beschäftigt war. Von den im Privatisierungsprogramm für 1993 enthaltenen Unternehmen wurden bis zum Jahresende nur wenige verkauft. So stellt sich heraus, daß die meisten Unternehmen im Verlauf des Jahres 1994 und 1995, d.h. sechs Jahre nach Beginn des Transformationsprozesses, privatisiert wurden.

Durch einen Kabinettsbeschluß im August 1993 entschied sich die bulgarische Regierung, neben der Privatisierung durch Unternehmensverkauf auch eine Variante der Massenprivatisierung durch die Ausgabe sogenannter Voucher einzuführen. Ursprünglich sollten die Voucher in der Zeit vom 15. November 1993 bis zum Jahresende ausgegeben werden, und die Privatisierung der zur Massenprivatisierung angegebenen Unternehmen sollte bis Juli 1994 abgeschlossen sein. Statt dessen ist die Massenprivatisierung im Januar 1996 angelaufen.

In Anbetracht der schleppenden Fortschritte der bulgarischen Privatisierung stellt sich die Frage, welche Faktoren für diesen Zustand verantwortlich waren und immer noch sind. Auf der einen Seite kommen ökonomische Gründe für diesen Rückstand in Betracht. Die Unternehmensbewertung spielt eine Schlüsselrolle in diesem Kontext. Obwohl Schulungsprogramme zur Evaluierung bulgarischer Unternehmen von westlichen Kräften für Bulgarien durchgeführt worden sind, gibt es immer wieder Schwierigkeiten mit den unterschiedlichen Bewertungsmethoden.

Zusätzlich wird die Situation durch die schlechten Schulden, die die Unternehmen belasten und den Privatisierungsprozeß negativ beeinflussen, erschwert.

Eine weitere Größe, die die wirtschaftliche Entwicklung Bulgariens entschieden beeinträchtigt, ist die Höhe der Auslandsschulden. Bulgariens Außenverschuldung war so hoch, daß im Jahre 1994 über 300 Gläubigerbanken des „Londoner Clubs“ einen Schuldenerlaß beschließen mußten. Dadurch verminderte sich die Verschuldung des Landes um 47%, was bei einem Gesamtschuldenstand von 8,2 Mrd. US-Dollar, darin eingeschlossen etwa 2 Mrd. US-Dollar Zinsrückstände, eine beträchtliche Summe darstellt.

Betrachtet man aber die Privatisierungsentwicklung in anderen osteuropäischen Ländern und den Anteil der Privatwirtschaft am BIP - für das Jahr 1994 betrug dieser in Bulgarien 40,2% verglichen mit Tschechien 56,3 und mit Ungarn 55,6 -, so erkennt man, daß diese Länder trotz ähnlicher ökonomischer Schwierigkeiten größere Fortschritte als Bulgarien gemacht haben.

Es ist folglich zu untersuchen, durch welche zusätzlichen Schwierigkeiten der Privatisierungsprozeß gehemmt wird. Eine wichtige Frage, die im Rahmen der neuen politischen Ökonomie diskutiert wird, ist die der politischen Interessen im Transformationsprozeß. Die Transformation des Staatseigentums in das Eigentum einzelner gesellschaftlicher Gruppen und Akteure verteilt soziale Chancen neu. Die Verteilung von privatem Eigentum ruft einen Konflikt hervor, an dem die neue postsozialistische Elite und eine Reihe von politischen Akteuren mit konkurrierenden Interessen beteiligt sind.

## **1.1 Ablauf der Privatisierung**

### *1.1.1 Gesetzlicher Ablauf*

Erste Ansätze bezüglich der Eigentumsfrage enthielten der Anfang 1989 in Kraft getretene Regierungserlaß Nr. 56 über die Wirtschaftstätigkeit<sup>1</sup> sowie die entsprechenden Durchführungsbestimmungen. Die Begriffe Privateigentum und Privatisierung wurden zu diesem Zeitpunkt offiziell noch nicht benutzt.<sup>2</sup> Dieser Erlaß ermöglichte zusammen mit den Ausführungsbestimmungen die Gründung von Privatfirmen (AGs, GmbHs, Einzelunternehmen) und ließ dabei jegliche Eigentümerstruktur zu.<sup>3</sup> In der Zeit zwischen 1989 und 1991 entstand eine Vielzahl von Privatfirmen, so daß es Ende 1991 bereits 219.000 von ihnen in Bulgarien gab. Abb. 1 zeigt die Entwicklung in der Zeitspanne von 1989 bis 1991.

*Abb. 1: Anzahl der neugegründeten Firmen in Bulgarien 1989-1991*

<sup>1</sup> Vgl. o.V., Regierungserlaß Nr. 56, in: Dyrzaven vestnik Nr. 11, 1989, Beilage, und Nr. 2, 1991, Beilage.

<sup>2</sup> Vgl. Agnes Hämmerling, Privatisierung in Bulgarien, in: Mittel- und Osteuropa Beiträge zu den Wirtschaftsreformen, Nr. 3, 1991, Berlin 1991, S. 48.

<sup>3</sup> Vgl. Zvetan Dawidkoff, Der Bulgare und das private Unternehmertum, in: Bulgarian Quarterly, Bd. I, Nr. 3, 1991, S. 133.



der Öffentlichkeit das Moratorium zustande, da sich die Nomenklatura als die Profiteure des Gesetzes identifizierte.<sup>5</sup>

Die intransparenten Auktionsregeln wurden im Juni 1991 durch das in Kraft gesetzte Handelsrecht verbessert. Ab Juli 1991 machte zudem ein erstes Gesetz über die Umwandlung bulgarischer Staatsunternehmen in Ein-Mann-GmbHs und -AGs jeglichen Transfer von Unternehmensaktiva und Unternehmensanteilen bis zur Inkraftsetzung eines Privatisierungsgesetzes unmöglich. Trotzdem wurden immer wieder Fälle der „wilden oder illegalen Privatisierung“ bekannt. Viele staatliche und kommunale Unternehmen fuhren mit der Veräußerung von Vermögen fort. Auch im Jahr 1993 berichtete die Presse regelmäßig von verdeckten und illegalen Privatisierungstransaktionen.<sup>6</sup>

Im Mai 1992 trat ein Privatisierungsgesetz, „Gesetz über die Umwandlung und Privatisierung staatlicher und kommunaler Unternehmen“, in Kraft.<sup>7</sup> Die Privatisierung der staatlichen Unternehmen verlief auch unter den Bestimmungen des Privatisierungsgesetzes schleppend. Bis zum Jahreswechsel 1992/93 wurde aufgrund der neuen Rechtsnormen kein einziges Unternehmen in Privateigentum überführt. Von im Privatisierungsprogramm für 1993 enthaltenen Unternehmen wurden bis zum Jahresende 1993 nur wenige verkauft.<sup>8</sup> Gegenstand der Privatisierung können sowohl Geschäftsanteile oder Aktien von in Handelsgesellschaften umgewandelten Unternehmen als auch nicht umgewandelte ganze Unternehmen oder Unternehmensteile sowie Vermögenswerte liquidiert Unternehmen sein.<sup>9</sup>

### *1.1.2 Zuständige Privatisierungsinstitutionen*

Die Kompetenz für Unternehmensverkäufe richtet sich gemäß dem Privatisierungsgesetz nach dem Bilanzwert der zu veräußernden Unternehmen. So ist die Privatisierungsagentur für staatliche Betriebe mit einem Bilanzwert des Anlagevermögens von mehr als 70 Mio. Leva (Wechselkursstand Oktober 1996: ca. 0,5 Mio DM) zuständig. Überschreitet der Bilanzwert des Unternehmens 200 Mio. Leva, ist zusätzlich die Zustimmung des Ministerrats notwendig. Für die staatlichen Unternehmen mit einem Bilanzwert unter 70 Mio. Leva ist ein vom Ministerrat ermächtigtes Organ zuständig.<sup>10</sup> Organe sind gemäß Ministerratsverordnung Nr. 155 vom 14. August 1992 das Industrie-, Handels-, Transport-, Bau- und Landwirtschaftsministerium im Bereich ihrer jeweiligen Branchenkompetenz. Kommt keiner von diesen Ministerien für ein Unternehmen in Frage, so ist der Ministerrat selbst zuständig.<sup>11</sup> Für kommunale Unternehmen ist die jeweilige Gemeinde verantwortlich, unabhängig von der Höhe des Bilanzwertes. Für die seit Anfang des Jahres 1996 eingeführte Massenprivatisierung ist das Zentrum für Massenprivatisierung zuständig.

<sup>5</sup> Vgl. o.V., Schwierigkeiten bei der Privatisierung in Osteuropa, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 30.11.1990.

<sup>6</sup> Vgl. o.V., Monitor, Privatisation & Foreign Investment, Pilot Issue, in: Center for the Study of Democracy (ed.), October 15-30, 1993, S. 12.

<sup>7</sup> Vgl. Todor Popov, Probleme und Perspektiven der Privatisierung in Bulgarien, in: WIRO, Nr. 4, 1993, S. 126.

<sup>8</sup> Vgl. o.V., Bulgarien: Die Privatisierung kommt nur schleppend voran, in: Handelsblatt, 23.11.1993.

<sup>9</sup> Vgl. Manjo Manew, Gesetz über die Umwandlung und Privatisierung staatlicher und kommunaler Unternehmen. Zusammenfassung der wichtigsten Bestimmungen, in: Bulgarisches Wirtschaftsblatt, 2. Jg. (1993), Nr. 1, S. 10.

<sup>10</sup> Vgl. Privatisierungsrecht Bulgarien, a.a.O., S. 11.

<sup>11</sup> Vgl. Klaus Schrameyer, Bulgarien: Gesetz über die Umwandlung und Privatisierung staatlicher und kommunaler Unternehmen, in: WIRO, 1. Jg. (1992), Nr. 9, S. 289-290.

Die Privatisierungsagentur wurde im Jahre 1992 gegründet, um den Prozeß der Privatisierung zu unterstützen. Für jedes Kalenderjahr hat die Privatisierungsagentur ein Privatisierungsprogramm aufzustellen. Dieses muß vom Ministerrat bestätigt, vom Parlament erörtert und zusammen mit dem Gesetz über den Staatshaushalt verabschiedet werden.<sup>12</sup> Das Programm enthält die Mindestzahl der zu privatisierenden Unternehmen, zu erwartende Einnahmen und Ausgaben, Art und Weise der Mittelverwendung, ein Verzeichnis der Branchen und/oder Unternehmen, Branchen und Sektoren mit Priorität, die vorerst nicht privatisiert werden sollen, sowie allgemeine Richtlinien für die Privatisierungspolitik der Gemeinde.<sup>13</sup> Die Gemeinden stellen einen eigenen Privatisierungsplan auf unter Berücksichtigung der Richtlinienvorgabe der Agentur. Dabei ist der Programmaufbau identisch mit dem der Privatisierungsagentur.<sup>14</sup>

Für die seit Anfang des Jahres eingeleitete Massenprivatisierung wurde im Jahr 1994 das Zentrum für Massenprivatisierung gegründet. Es ist ein selbständiges Organ des Ministerrats, dessen Direktor vom Ministerrat gewählt wird. Es leitet und koordiniert die Tätigkeit zur Durchführung des Prozesses der Massenprivatisierung. Das Zentrum übt die Kontrolle über den Prozeß aus, ist für die Schaffung eines entsprechenden Softwaresystems zuständig, führt die Ausbildung des Personals, die Informations- und Aufklärungskampagnen sowie die Public Relations durch und informiert den Ministerrat über den Verlauf des Prozesses.

Das Programm der Privatisierungsagentur für das Jahr 1992 enthielt 92 Unternehmen, allerdings konnte keines davon verkauft werden. Das 1993er Programm umfaßte ursprünglich 292 Unternehmen und wurde im Jahresverlauf auf 318 aufgestockt.<sup>15</sup>

Für 86 dieser Unternehmen war die Privatisierungsagentur zuständig, für die restlichen 232 waren dies die Ministerien. Insgesamt wurden bis zum Jahresende 1993 aber nur 57 Unternehmen verkauft: davon 7 große Unternehmen von der Privatisierungsagentur und 50 kleine von den Ministerien.<sup>16</sup> Das Programm für 1994 nahm 325 Betriebe auf, wovon 171 veräußert wurden. Für das Jahr 1995 setzte sich die Privatisierungsagentur den Verkauf von 584 Unternehmen als Ziel, von welchen am Ende des Jahres 308 verkauft waren.

Ein Großteil der Unternehmen wurde in der Zeit zwischen 1992-1995 durch Restitution reprivatisiert. Ende 1995 waren gemäß dem Gesetz für Restitution, welches im Februar 1992 verabschiedet wurde, 22.155 Objekte reprivatisiert. Bei diesen handelte es sich hauptsächlich um Geschäfte, Hotels, Restaurants, Warenhäuser und kleinere Handwerksbetriebe.<sup>17</sup> Für das Jahr 1996 sind im Privatisierungsprogramm 400 Unternehmen zur Privatisierung vorgesehen, davon fallen 100 in die Einflußsphäre der Privatisierungsagentur.<sup>18</sup> Die Schwerpunkte der Privatisierung bildeten die Sektoren Maschinenbau, Tourismus, Lebensmittelindustrie, Landwirtschaft, Transport sowie Chemie- und Textilindustrie. Hierbei handelt es sich um Sektoren, in denen das Land komparative Vorteile hat. Darüber hinaus gibt es in Bulgarien immer noch eine Reihe strategischer Bereiche, die von der Privatisierung ausgeschlossen sind. Für das Jahr 1996 waren dies folgende Sektoren:

---

<sup>12</sup> Vgl. Art. 2, Abs. 1 und 3 PrivG, a.a.O., S. 11.

<sup>13</sup> Vgl. Art. 2, Abs. 2, Nr. 1-5 PrivG, a.a.O., S. 11.

<sup>14</sup> Vgl. Programme for the Privatisation of State Enterprises in 1993, Council of Ministers, Privatisation Agency (ed.), 1993, S. 9.

<sup>15</sup> Vgl. Bericht über die wirtschaftliche Lage Bulgariens im II. Quartal des Jahres, Repräsentanz der Deutschen Wirtschaft in Bulgarien (Hrsg.), 1993, S. 4.

<sup>16</sup> Vgl. Privatisation in Bulgaria, Privatisation Agency (ed.), 1995, S. 14.

<sup>17</sup> Vgl. Vesselin Blagoev, Privatisation in Bulgaria, Internal Paper, Privatisation Agency (Hrsg.), 1995, S. 6.

<sup>18</sup> Ebenda.

- Waffenindustrie, militärische Ausrüstungen, spezielle Stoffe für die Herstellung von chemischen und radioaktiven Waffen;
- Energiesektor, Kohlebergbau, Stromherstellung, Stromversorgung und Ölverarbeitung;
- Eisenbahntransport;
- Wasserversorgung und Abwasser;
- Erzbergbau und natürliche Ressourcen.

In Anbetracht dieser Ergebnisse, die durch den ausschließlichen Verkauf von Unternehmen erzielt wurden, und da es im Privatisierungsprozeß auch an einer breiten Akzeptanz der Privatisierungs-idee in der Bevölkerung mangelte, sollte im Laufe des Jahres 1994 mit der Umsetzung eines Massenprivatisierungsprogramms begonnen werden. Allerdings wurde diese Methode, auf die unter 1.2.1 näher eingegangen werden soll, erst mit Beginn des Jahres 1996 eingeführt.

### *1.1.3 Schritte der Privatisierung*

Im ersten Schritt wird durch die jeweils privatisierungsbefugte Stelle, durch Investoren oder durch das Unternehmen selbst ein Vorschlag zur Privatisierung gemacht. Anschließend muß vom zuständigen Organ (Privatisierungsagentur, Ministerium, Gemeinde) mit einer Frist von einem Monat entschieden werden, ob das jeweilige Unternehmen in das Privatisierungsprogramm aufgenommen werden soll. An dritter Stelle folgt die Bekanntmachung der Verkaufsabsicht im amtlichen Gesetzblatt sowie eine offizielle Unternehmensbewertung durch unabhängige, von der Privatisierungsagentur lizenzierte Unternehmensberater.<sup>19</sup> Auch ausländische Unternehmensberatungen können an den Bewertungen teilnehmen. Die Unternehmensbewertung dient als Grundlage zur Ermittlung eines Ausgangspreises für Auktionen und Ausschreibungen. Der endgültige Preis wird auf der Basis einzelner Gespräche mit den potentiellen Käufern bestimmt. Im nächsten Schritt geht es um die Abgeltung der Ansprüche der Belegschaftsmitglieder, für die ein Teil der Unternehmensaktien zu Vorzugskonditionen reserviert wird. Im letzten Schritt erfolgen die Durchführung der Auktionen oder Ausschreibungen bzw. Direktverhandlungen mit den zukünftigen Investoren.<sup>20</sup>

## *1.2 Methoden der Privatisierung*

Das Privatisierungsgesetz eröffnet die Möglichkeit, fast alle Methoden der Privatisierung anzuwenden. In der bulgarischen Privatisierung kann man zwischen zwei Formen der Privatisierung unterscheiden, der materiellen Privatisierung und der Privatisierung des Managements. Bei der materiellen Privatisierung verändern sich die Eigentumsverhältnisse, das bedeutet, daß das Unternehmen in privaten Besitz übergeht. Bei der Privatisierung des Managements fungiert der Staat weiterhin als Eigentümer.

Die Rechtsnormen der Privatisierung sehen gewisse Präferenzen für die Belegschaften vor. Mit dieser Politik wollte man die Belegschaft für die Idee der Privatisierung gewinnen und darüber hinaus dem Mangel an bedeutenden Privatkapitalien Rechnung tragen. Im folgenden sollen diese Präferenzen im Rahmen der jeweiligen Privatisierungsmethoden erläutert werden.

<sup>19</sup> Vgl. Svilen Parvulov, Privatisation in Bulgaria: Regulations, Prospects, Investment Opportunities, in: Business Opportunities in Bulgaria, Bulgarian Chamber of Commerce and Industry (ed.), Sofia 1994, S. 53.

<sup>20</sup> Ebenda.

### *1.2.1 Materielle Privatisierung*

#### *Privilegierter Anteilserwerb*

Im bulgarischen Privatisierungsgesetz wird allen Mitarbeitern die Möglichkeit zur Beteiligung am eigenen Unternehmen mit einem Preisnachlaß von 50% eingeräumt, wobei die maximale Beteiligung etwa zwei Jahreseinkommen entspricht.

### *Verkauf kleiner Unternehmen an die Belegschaft*

Gemäß Art. 35 PG besteht die Möglichkeit, daß die gesamte Belegschaft das zu privatisierende Unternehmen erwirbt. Da erfahrungsgemäß die Mitarbeiter eines kleineren Unternehmens in einem sehr viel engeren Verhältnis zu dem Unternehmen stehen und ihren Beitrag zur Produktivitätssteigerung des Unternehmens besser bemessen können, ist die Privatisierung von kleinen Unternehmen durch Verkauf an die Beschäftigten zu außerordentlich günstigen Bedingungen eine politisch und wirtschaftlich vertretbare Methode. Diese Möglichkeiten des Einbezugs der Belegschaft beinhalten die Gefahr, daß es nicht zu dem gesellschafts- und verteilungspolitisch erwünschten Austausch der Eliten führt. Die Träger der bürokratischen Macht des alten Systems sind oft identisch mit den Trägern der wirtschaftlichen Macht des neuen Systems, was nicht auf politische Akzeptanz in der Bevölkerung stößt. Darüber hinaus ist zu überlegen, ob das Leistungsprofil von Betriebsleitern im sozialistischen Wirtschaftssystem dem Anforderungsprofil an ein Management in Marktwirtschaften entspricht und ob hierdurch nicht der dringend benötigte Aufbau von Humankapital behindert wird.<sup>21</sup>

### *Aktienverkauf*

Für das zu privatisierende Unternehmen, das vorher in eine Aktiengesellschaft überführt werden muß, werden Aktien emittiert und an die breite Öffentlichkeit verkauft. Es existieren verschiedene Gestaltungsspielräume wie z.B. die nationale oder internationale Aktienemission. Damit diese Art der Privatisierung funktioniert, müssen gewisse Bedingungen gegeben sein. An erster Stelle muß das jeweilige Land über einen entwickelten Aktienmarkt und über das entsprechende Börsen- und Aktienrecht verfügen. Seit 1992 haben in Bulgarien 14 Wertpapierbörsen ihre Aktivitäten aufgenommen. Dies sind kleine Einheiten, die alle zusammen täglich Aktien im Wert von 50.000 US-Dollar handeln.<sup>22</sup>

In der bulgarischen Privatisierung haben wenige Unternehmensveräußerungen mittels Aktienverkauf stattgefunden. Einerseits ist dies auf den unentwickelten Aktienmarkt zurückzuführen. Es sind in diesem Zusammenhang andererseits aber auch politische Interessen zu unterstreichen: Durch eine öffentliche Auktion, an der auch ausländische Investoren teilnehmen könnten, wäre der Verkaufsablauf sehr transparent, so daß nicht die Möglichkeit bestehen würde, Unternehmen unter Preis zu erwerben. Somit könnten Objekte an Ausländer gehen, für die auch inländisches Interesse besteht.

### *Verkauf von Anteilen auf Verhandlungsbasis*

Hierbei handelt es sich um die Übertragung von Aktien an einen bestimmten Investor, wobei die Auswahl des Investors durch öffentliche Ausschreibung, durch eine Auktion oder durch Verhandlungen mit ausgewählten Investoren vorgenommen werden. Vorteil dieser Methode ist, daß in einem kleinen Land wie Bulgarien mit einem unterentwickelten Kapitalmarkt diese Art der Privatisierung leichter und problemloser durchzuführen ist.

Nachteilig wirkt sich bei dieser Methode die Intransparenz des Verfahrens aus. Es besteht die Gefahr der Vermögens- und Einkommenskonzentration und somit der verstärkten Kontrolle durch Firmengruppen, Banken oder Institutionen. So kann eine starke Kontrolle der Banken zu einer Verzerrung der Kreditpolitik führen. Außerdem existieren kaum Kontrollmöglichkeiten der

<sup>21</sup> Vgl. Jürgen Klenk et al., *Privatisierung in Transformations- und Entwicklungsländern*, Wiesbaden 1994, S. 29-30.

<sup>22</sup> Vgl. European Bank for Reconstruction and Development (ed.), *Transition Report 1995, Investment and Enterprise Development*, Oxford 1995, S. 37 ff.

Öffentlichkeit hinsichtlich der Auswahl der Investoren und des zu zahlenden Preises. Auf diesem Wege ist die Gefahr der Korruption sehr groß.

### *Management-Buy-In*

Ein Sonderfall des privaten Verkaufs von Anteilen ist das Management-Buy-In, bei dem sich Manager in einen fremden Betrieb einkaufen. Von besonderem Vorteil ist dies, wenn das betreffende Unternehmen nicht nur Kapital benötigt, sondern auch neues Know-how, um die Führung des Unternehmens effizient zu gestalten.

### *Rückgabe an die alten Eigentümer (Restitution)*

Diese Form der Privatisierung spielt gerade in osteuropäischen Reformstaaten, wo im Zuge des Aufbaus sozialistischer Zentralverwaltungswirtschaften viele Privatpersonen enteignet wurden, eine wichtige Rolle. Problematisch und auch sehr zeitraubend bei dieser Methode ist allerdings die juristische Auseinandersetzung bei der Identifizierung und Abgrenzung der ehemaligen Eigentümer. Oft fehlen entsprechende Unterlagen über die Eigentumsverhältnisse.<sup>23</sup> Für Bulgarien gilt dieses Problem auch, obwohl schon viele Objekte durch Restitution in Privateigentum überführt wurden. Aus den genannten Nachteilen ist in diesem Falle an eine Entschädigungslösung zu denken, nach der die Alteigentümer eine Kompensation für erlittene Vermögensschäden, aber keinen Rechtsanspruch auf Rückgabe erhalten. In einigen osteuropäischen Ländern wird dieser Möglichkeit Vorrang eingeräumt. In Polen wird generell der Entschädigungsregel der Vorzug gegeben. In Ungarn wurde sogar ganz auf Rückerstattung verzichtet.<sup>24</sup>

### *Massenprivatisierung*

Im Jahre 1993 entschloß sich die bulgarische Regierung erstmals, durch einen Kabinettsbeschluß neben der Kassenprivatisierung auch eine Variante der Massenprivatisierung durch die Ausgabe sogenannter Vouchers (Coupons, Privatisierungsschecks) einzuführen.<sup>25</sup> Ursprünglich sollten die Coupons in der Zeit vom 15. November 1993 bis zum Jahresende ausgegeben werden, und die Privatisierung der Unternehmen sollte bis Juli 1994 abgeschlossen sein.<sup>26</sup> Bis Januar 1994 war die Massenprivatisierung jedoch nicht auf die Tagesordnung des Parlaments gesetzt worden, bis Ende März 1994 noch immer nicht verabschiedet.<sup>27</sup>

Die endgültige Version der Massenprivatisierung wurde vom bulgarischen Parlament am 8. Juni 1994 beschlossen. Schließlich wurde am 8. Januar 1996 mit dem tatsächlichen Verkauf der Voucher an die Bevölkerung begonnen. Während in anderen mittel- und osteuropäischen Ländern die Massenprivatisierung zu einem recht frühen Stadium des Privatisierungsprozesses eingeleitet wurde, hat man diese Methode in Bulgarien lange Zeit für nicht geeignet gehalten.

Am Prozeß der Massenprivatisierung können sich bulgarische Bürger mit ständigem Wohnsitz in Bulgarien, die das 18. Lebensjahr vollendet haben, beteiligen. Jeder Bürger, der diese Bedingungen erfüllt, hat Anspruch auf 25.000 Investitionsgutscheine (bargeldlose unverzinsliche Wertpapiere mit einem Nominalwert von jeweils 1 Investitions-Lev). Gegen diese Gutscheine können Aktien jener Betriebe erworben werden, die im Rahmen der Massenprivatisierung veräußert

<sup>23</sup> Vgl. o.V., Zwischen Staatswirtschaft und Mafia, Fehlentwicklung in der bulgarischen Unternehmenswelt, in: Neue Zürcher Zeitung, 29.12.1994.

<sup>24</sup> Vgl. Dimitrina Dimitrova, Stefan Dimitrov, Die Privatisierung in Bulgarien: Probleme und Trends, in: A. Bieszcz-Kaiser et al. (Hrsg.), Transformation, Privatisierung, Akteure und Wandel von Eigentum und Arbeit in MOE, 1993, S. 91-92.

<sup>25</sup> Vgl. Otto Oechsner, Massenprivatisierung - Zweiter Weg der Privatisierung in Bulgarien, in: Bulgarisches Wirtschaftsblatt, 2. Jg. (1993), Nr. 9-10, S. 14.

<sup>26</sup> Vgl. Frank N. Schmitz, Bulgarischer Plan zur Massenprivatisierung, in: WIRO, 2. Jg. (1993), Nr. 10, S. 362.

<sup>27</sup> Vgl. o.V., Die Privatisierung kommt in Bulgarien nur langsam voran, in: BddW, 13.1.1994.

werden sollen. Zur Verfügung über die Gutscheine berechtigt ein auf den Namen des Inhabers ausgestelltes, nicht übertragbares Gutscheinheft, das gegen eine Gebühr in Höhe von 500 Leva erworben werden kann. Rentner, Wehrdienstleistende, Schüler und Studenten zahlen eine ermäßigte Gebühr von 100 Leva.<sup>28</sup>

Die Bürger dürfen ihre Investitionsgutscheine für folgende Zwecke verwenden:

- direkter Erwerb von Aktien der Unternehmen durch die Beteiligung an zentralisierten Auktionen;
- Erwerb von Aktien von den Privatisierungs-Investitions-Fonds.

Der Aktienerwerb erfolgt im Rahmen von zentralisierten Auktionen. Die mit Investitionsgutscheinen erworbenen Aktien dürfen erst nach Veröffentlichung der ersten Bilanz der jeweiligen privatisierten Aktiengesellschaft übertragen werden, jedoch frühestens sechs Monate nach Abschluß der letzten zentralisierten Auktion.<sup>29</sup>

Beim bulgarischen System der Versteigerung macht jeder Teilnehmer an der Massenprivatisierung selbst einen Vorschlag zum Preis, den er bereit ist, für die Aktie des von ihm ausgewählten Unternehmens zu zahlen. Nach Abschluß der Versteigerung werden die Anmeldungen aufsteigend plazierte. Die Aktien der Unternehmen, die bei der ersten Auktion unverkauft bleiben, werden bei der zweiten Auktion zu einem niedrigen Mindestpreis angeboten. Wenn nach der dritten und letzten Runde Aktien eines Unternehmens unverkauft bleiben, werden diese proportional den Aktienpaketen unter den Teilnehmern verteilt, die bereits Aktien dieses Unternehmen erhalten haben.<sup>30</sup>

Die Auswahl der Unternehmen zur Massenprivatisierung wurde vom Ministerium für Wirtschaftsentwicklung gemeinsam mit dem Zentrum für Massenprivatisierung, den Branchenministerien und der Privatisierungsagentur getroffen. Die Liste umfaßt 1.063 Unternehmen mit einem Nominalwert von 80,4 Mrd. Leva. Nach dem relativen Anteil des zur Massenprivatisierung vorgesehenen Kapitals werden die Unternehmen auf der Liste in drei Gruppen eingeteilt:

Die *erste Gruppe* umfaßt die Unternehmen mit einem zu privatisierendem Kapital von 25%. Das sind Großunternehmen mit entscheidendem Einfluß auf die Wirtschaft des Landes. Bei diesen Unternehmen wird der Staat einen bedeutsamen Anteil behalten oder nach einem großen Investor suchen.

Die *zweite Gruppe* umfaßt die Unternehmen mit einem zu privatisierenden Kapital von 60-70%. Hierzu gehören große und mittelgroße Unternehmen. Der Staat wird in einigen Fällen einen Anteil behalten, um Restitutionsansprüche ehemaliger Eigentümer zu befriedigen.

Die *dritte Gruppe* umfaßt die Unternehmen mit einem zu privatisierendem Kapital von 80-90%. Das sind vor allem kleine und mittelgroße Unternehmen, in denen ein Reserveanteil des Staates erhalten wird, um vorhandenen Restitutionsansprüchen entsprechen zu können.<sup>31</sup>

Wie aus folgender Abbildung hervorgeht, beträgt der Anteil der Firmen, die unter der Obhut des Industrieministeriums stehen, 62%. An zweiter Stelle ist das Ministerium für Landwirtschaft, Genuß- und Nahrungsgüterindustrie mit einem Anteil von 17% vertreten. Für 7% der Firmen

<sup>28</sup> Vgl. Nikola Christowitsch, Möglichkeiten für die Beteiligung von ausländischem Kapital an der Massenprivatisierung, in: Bulgarisches Wirtschaftsblatt, 4. Jg. (1996), Nr. 3, S. 27.

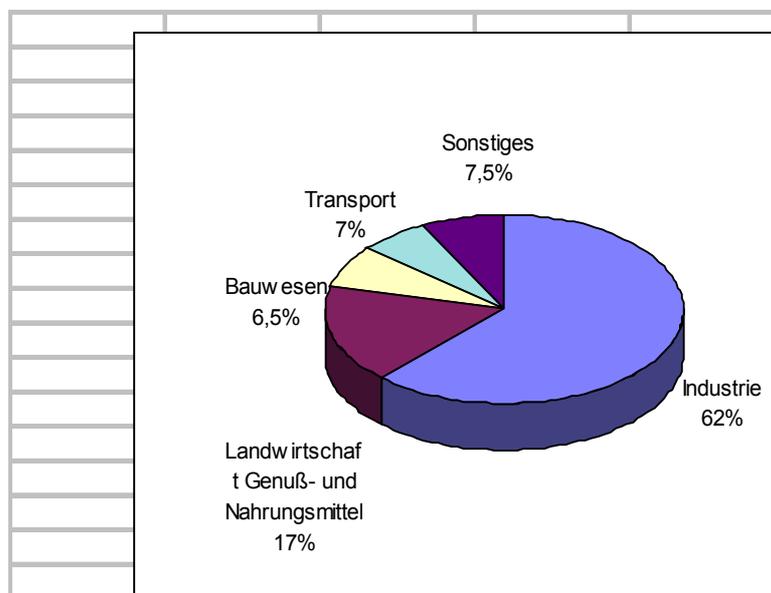
<sup>29</sup> Gespräch vom 14. März 1996 mit Dr. Nikola Christowitsch, Geschäftsführer der Beratungsfirma FINSYS und Berater im Rahmen der Massenprivatisierung.

<sup>30</sup> Vgl. o.V., Internal Paper der Treuhand Osteuropa, Sofia 1996, S. 9.

<sup>31</sup> Vgl. o.V., Draft Paper, Foreign Investment Agency & EU PHARE, CMP, 1996, S. 11-12.

wird das Transportministerium und für 6,5% der Firmen das Ministerium für territoriale Entwicklung und Bauwesen zuständig sein. Die übrigen 7,5% verteilen sich auf das Ministerium für Handel und Außenwirtschaftsbeziehungen, das Kultusministerium, das Komitee für Energetik und das Komitee für Tourismus.

Abb. 2: Anteile der für die Massenprivatisierung vorgesehenen Unternehmen nach Wirtschaftssektoren



Quelle: Eigener Entwurf, Daten nach Draft Paper, Foreign Investment Agency & EU PHARE/CMP, 1996, S. 12.

Die oben erwähnten Privatisierungsfonds sind Aktiengesellschaften, die von der Kommission für Wertpapiere und der Wertpapierbörse eine Genehmigung erhalten haben, um die Coupons der Massenprivatisierung zu verwalten. Der Rechtsstatus dieser Aktiengesellschaften unterscheidet sich von anderen Aktiengesellschaften aufgrund der besonderen Rolle der Privatisierungsfonds (PF). Sie müssen in der Lage sein, Kapital zu konzentrieren. Außerdem sollen sie den privatisierten Unternehmen zumindest am Anfang ein gutes Management gewährleisten. Die Existenz der PF sowie sämtliche Tätigkeiten im Zusammenhang mit ihrer Auflösung stehen unter der Kontrolle der Kommission für Wertpapiere und der Wertpapierbörsen.<sup>32</sup>

Die Privatisierungsfonds sind berechtigt, Aktien von denjenigen Betrieben zu erwerben, zu verwalten und zu veräußern, die mit Investitionsgutscheinen privatisiert werden sollen. Von folgenden Tätigkeiten sind die Privatisierungsfonds ausgeschlossen:

- Besitz von Wertpapieren, die von den Kontroll- bzw. Leistungsorganen der PF, von der Depositarbank oder von mit ihnen in Verbindung stehenden Personen ausgegeben worden sind;
- Erwerb von mehr als 34% der stimmberechtigten Aktien einer Gesellschaft;
- Investitionen von mehr als 10% ihres Kapitals in Wertpapiere eines Emittenten, es sei denn, es handelt sich um Papiere von Betrieben, die auf der Liste stehen;
- Investitionen von mehr als 25% ihres Kapitals in Staatspapiere;

<sup>32</sup> Vgl. Nikola Christowitsch, a.a.O., S. 29.

- Erwerb von Papieren eines anderen PF, außer mit Genehmigung der Kommission.

Darüber hinaus gibt es eine Reihe anderer Regelungen, z.B. hinsichtlich der Kreditvergabe an PF, die aber an dieser Stelle nicht weiter aufgezählt werden sollen.<sup>33</sup>

Die Vorteile dieser Privatisierungsmethode sind in der schnellen Durchführung zu niedrigen Transaktionskosten zu sehen. Allerdings ist die Information über die zur Massenprivatisierung offerierten Unternehmen sehr eingeschränkt. Es gibt eine Liste mit den vorgesehenen Unternehmen, darüber hinaus existieren aber kaum Daten zu den zu veräußernden Unternehmen, so daß die Bevölkerung sich kein Bild über das Angebot machen kann. Es ist auch in Frage zu stellen, ob die Bevölkerung mit der zukünftigen Einschätzung der Unternehmen nicht überfordert ist.

Ein weiterer Nachteil der Massenprivatisierung ist darin zu sehen, daß weder dem Staat hohe Einnahmen noch den Unternehmen finanzielle Mittel für dringend notwendige Sanierungsmaßnahmen zufließen. Darüber hinaus kommt es am Anfang zu einer breiten Streuung der Eigentumsrechte, was eine wirksame Kontrolle der Unternehmen durch die Anteilseigner nahezu unmöglich macht. Da die neuen Aktionäre keinerlei Erfahrungen mit der Bewertung sowie dem Ablauf von Hauptversammlungen verfügen, dürfte es der bisherigen Betriebsleitung relativ leicht fallen, eigene Interessen durchzusetzen.

Fraglich ist auch, ob die Deponierung der Aktien bei den Privatisierungsfonds, die dann den Großteil der Zertifikate verwalten, zu besseren Kontrollstrukturen bzw. zu einem effizienteren Management der Unternehmen führen wird. Aufgrund der Gesetzgebung zur Gründung eines Investmentfonds ist davon auszugehen, daß die Mehrzahl dieser Institutionen von bestimmten finanzstarken Gruppen etabliert werden, die nicht über das nötige Know-how verfügen, um ein Unternehmen mit einem effizienten Management auszugestalten, und darüber hinaus persönliche Interessen verfolgen. Auch wenn im Gesetz verankert ist, daß ein PF nicht mehr als 34% der stimmberechtigten Aktien einer Gesellschaft erwerben kann, stellt es kein Problem dar, daß eine Gruppe zwei unter unterschiedlichen Namen fungierende PF bildet und dadurch die Mehrheit an einem Unternehmen erzielt. Risikofreudige und finanzkräftige Wirtschaftssubjekte werden die von den ärmeren Bevölkerungssichten verkauften Aktien erwerben und wahrscheinlich schnelle Wertzuwächse verzeichnen können. Extrem hohe Spekulationsgewinne einzelner risikofreudiger Personen und das Verhindern einer wirklichen Privatisierung könnten das Ergebnis der Massenprivatisierung sein.

Aus diesem Grunde wäre es sinnvoll, unabhängige sowohl bulgarische wie auch westliche Berater für die Tätigkeit in den PF einzustellen. Somit wäre eine effiziente Kontrolle wie auch die Übertragung von Know-how möglich.

Aufgrund der zweimaligen Verlängerung der ursprünglichen Fristen hatten sich Ende Juni über drei Millionen bulgarischer Bürger an der Massenprivatisierung beteiligt. Diese Zahl entspricht knapp der Hälfte der anspruchsberechtigten Bürger. Die Kommission für Wertpapiere und Wertpapierbörsen bestätigte die Prospekte zur Kapitalbeschaffung von 64 Privatisierungsfonds. Die Liste der zur Voucherprivatisierung freigegebenen Unternehmen wurde in den letzten Monaten wiederholt geändert und ergänzt.

### *1.2.2 Privatisierung des Managements*

#### *Privatisierung durch Vermietung (Leasing)*

---

<sup>33</sup> Ebenda.

Das bulgarische Privatisierungsgesetz räumt in Artikel 34 Absatz 1 die Möglichkeit ein, ein Unternehmen für die Dauer bis zu 25 Jahren mit Vorverkaufsrecht zu mieten. Das Nutzungs- und Verwaltungsrecht wird auf den Mieter übertragen, während die Verfügung über das Eigentum der Zustimmung des Vermieters bedarf. Das Geschäftsrisiko verbleibt beim bisherigen Eigentümer, d.h. beim Staat.<sup>34</sup>

Diese Methode bietet die Möglichkeit, auch Belegschaftsgruppen, insbesondere dem Management, Unternehmerfunktionen zu übertragen. Diese Privatisierungsform ist oft eine Vorstufe zur materiellen Privatisierung. Ein weiterer Vorteil liegt in der relativ schnellen Umsetzbarkeit von Managementprivatisierungen. Die vereinbarten Mietraten enthalten Kapitalamortisation und den Inflationsausgleich, bezogen auf die jeweilige Rate. Bei erfolgreicher Führung des Unternehmens wird der Mieter oder die mietende Gesellschaft in der Lage sein, die Mietraten zu bezahlen, und er/sie kann damit am Ende der Mietzeit nach Zahlung eines Restbetrages Eigentümer des Unternehmens werden.<sup>35</sup>

Probleme liegen insbesondere darin, daß das Management keine finanziellen Risiken trägt. Auftretende Verluste müssen vom Staat übernommen werden, obwohl dieser keinen Einfluß auf das Tagesgeschäft hat. Daher empfiehlt es sich, Managementverträge mit Anreizen zur Effizienzsteigerung auszugestalten, z.B. durch leistungsorientierte Vergütungen.

#### *Privatisierung durch Verwaltung (Management Contracts)*

Artikel 34 Absatz 2 eröffnet die Möglichkeit, die Verwaltung eines Unternehmens an eine Person oder Personengruppe, die sowohl aus dem Unternehmen als auch von außerhalb kommen kann, zu übertragen. Vorzugsweise ist dies eine Möglichkeit für die bisherige Geschäftsleitung oder eine Gruppe von Mitarbeitern, die Führung des Unternehmens zu übernehmen.

Der Anreiz für den Verwalter, das Unternehmen zum Erfolg zu führen, besteht darin, daß er an der Verbesserung des Ergebnisses beteiligt werden kann.

Als eine Variante dieses Verfahrens erhält der Verwalter den Auftrag, einen Käufer für das Unternehmen zu suchen. Diese Vertragsart eignet sich insbesondere für die Einschaltung von Beratern, die das Unternehmen sanieren, einen Investor beschaffen und aus dem Verkaufserlös beziehungsweise der Ergebnisverbesserung ein Erfolgshonorar beziehen können. Das Problem des Verwaltungsvertrages besteht in der Art der Kontrolle des Verwalters sowie der Beschaffung zusätzlicher Mittel, um die Mehrheit am Unternehmen zu erreichen, da im allgemeinen die Gewinnbeteiligung hierzu nicht ausreichen wird.

Bei Miet- und Verwaltungsvertrag wird zwar der endgültige Eigentumsübergang in die Zukunft verschoben, es kann jedoch wegen der Motivation der Unternehmensleitung davon ausgegangen werden, daß die positiven Effekte dieser Quasiprivatisierung die negativen ausgleichen. In beiden Fällen bleibt die Möglichkeit für die Beteiligung eines externen Investors erhalten. Eine weitsichtig operierende Mieter- oder Verwaltergruppe wird bemüht sein, einen strategischen Partner zur Absicherung des Unternehmenserfolges zu finden.<sup>36</sup>

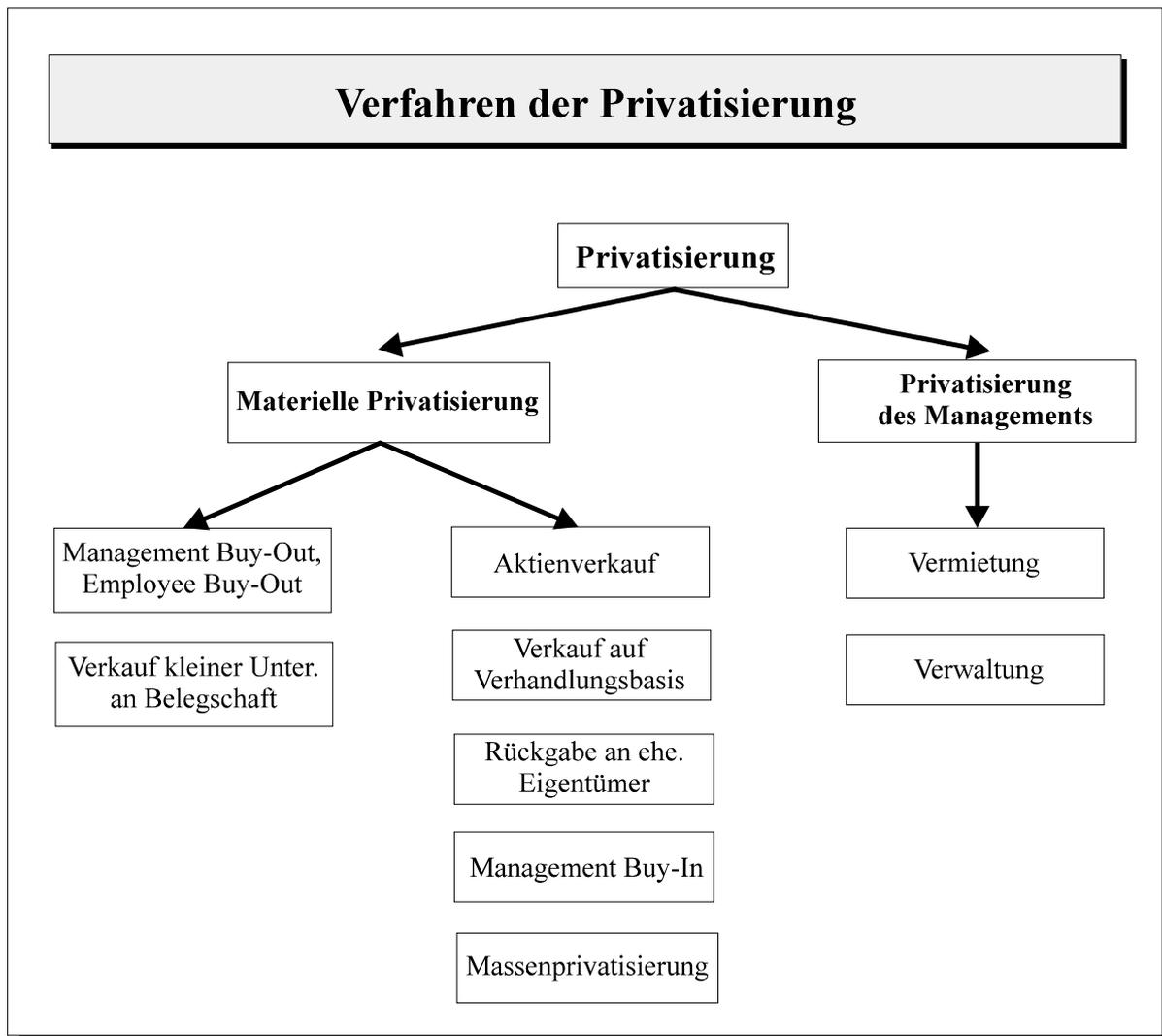
---

<sup>34</sup> Gespräch vom 15. März 1996 mit Herrn Pashev, Mitarbeiter von Dr. Oechsner, Regierungsberater in Bulgarien im Auftrag der Treuhand Osteuropa Beratung GmbH.

<sup>35</sup> Ebenda.

<sup>36</sup> Ebenda.

Abb. 3: Verfahren der bulgarischen Privatisierung



Quelle: Eigener Entwurf.

## 2. Ökonomische Hemmnisse im Privatisierungsprozeß

### 2.1 Problem der Unternehmensbewertung

#### 2.1.1 Angewandte Verfahrenstechniken und ihre Relevanz für Transformationsländer

Die Frage der Unternehmensbewertung spielt eine zentrale Rolle im Privatisierungsprozeß. Unter Unternehmensbewertung ist die Ermittlung des Wertes eines Unternehmens zu verstehen, der bei der Privatisierung dem Verkaufspreis zugrunde gelegt wird. In Anbetracht der Komplexität von Bewertungen, der wirtschaftlichen Tragweite von Bewertungsfehlern und der oftmals hohen politischen Brisanz sowie um Willkürpreise zu vermeiden, ist die Wertermittlung mit besonderer Sorgfalt zu behandeln. Im folgenden sollen die unterschiedlichen Techniken, die zur Verfügung

stehen, vorgestellt und auf ihre Anwendbarkeit in Transformationsländern hin geprüft werden. Ziel ist es festzustellen, inwieweit die klassischen Methoden zu einer Verzögerung des Privatisierungsprozesses führen.

Die Methoden der Unternehmensbewertung sind nach zwei Kriterien zu unterteilen: auf der einen Seite die Methoden, die sich an der Vergangenheit orientieren, also vergangenheitsbezogen sind, und auf der anderen die Verfahren, die Zukunftswerte zugrunde legen, also zukunftsbezogen sind.<sup>37</sup> Die Wahl der Verfahrenstechnik hängt von zwei Größen ab: dem Vereinfachungserfordernis und dem Objektivierungsbedürfnis. Es sollen nicht solche Verfahren angewendet werden, die durch ihren Kompliziertheitsgrad das eigentliche Ziel einer zügigen Privatisierung der Staatsbetriebe behindern, es sollen aber auch nicht solche Verfahren eingesetzt werden, die keinen objektiven Verkaufspreis ermitteln können.

Es stellt sich die Frage, warum die Staatsbetriebe im Rahmen einer zügigen Privatisierung nicht, wie das auch in der ehemaligen DDR der Fall war, zum symbolischen Preis von 1 DM verkauft werden. Hier ist von entscheidender Bedeutung, daß alle mittel- und osteuropäischen Länder unter einer akuten Staatsverschuldung leiden. Zusätzlich erhalten diese Länder keine Transferzahlungen, wie das bei den neuen Bundesländern der Fall war. Das bedeutet, daß diese Staaten auf jede Einnahmequelle angewiesen sind.

#### *Substanzwert*

Einer der traditionellen Verfahren, die oft zur Ermittlung des Wertes eines Unternehmens angewendet werden, ist der Substanzwert. Beim Substanzwert geht man von den Wiederbeschaffungspreisen der einzelnen Vermögenobjekte abzüglich der Schulden aus. Die Substanzwertermittlung orientiert sich an der Vorstellung einer Unternehmensreproduktion. Dies ist allerdings eine Fragestellung, die im Rahmen von Privatisierungen nicht im Vordergrund steht. Zu berücksichtigen ist auch, daß viele der Vermögenswerte so veraltet sind, daß es schwierig sein dürfte, den heutigen Preis für den Kauf bestimmter Anlagen zu ermitteln.

#### *Buchwert*

Der Buchwert orientiert sich an der Bilanz des Unternehmens: Die Aktivseite, auf der die verschiedenen Vermögenswerte des Unternehmens stehen, wird der Passivseite mit den verschiedenen Formen an Verbindlichkeiten gegenübergestellt.<sup>38</sup> In der Regel sollte der positive Saldo in dieser statisch-bilanzorientierten Sichtweise den Wert des Unternehmens ergeben. Man darf aber davon ausgehen, daß in den meisten staatlichen Unternehmen, wie das z.B. in Bulgarien der Fall ist, dieser Saldo negative Werte aufweisen wird. Grund dafür ist die zu Zeiten der Planwirtschaft durchgeführte Kreditpolitik. Die Unternehmen wurden ungeprüft und kontinuierlich von den Banken mit Krediten versorgt, um die Staatsbetriebe künstlich aufrechtzuerhalten. Diese Politik hat zu einem Anhäufen von schlechten Schulden in den Unternehmen geführt, auf die unter 2.2 näher eingegangen werden soll.

#### *Liquidationswert*

Beim Liquidationswert werden solche Aktiva in die Bewertung einbezogen, die sich einzeln bei der Liquidierung des Unternehmens veräußern lassen. Dies bedeutet, daß alle Aktiva, die für die

<sup>37</sup> Vgl. Jürgen Klenk et al. a.a.O., S. 160.

<sup>38</sup> Vgl. H.-Michael Korth, Unternehmensbewertung im Spannungsfeld zwischen betriebswirtschaftlicher Unternehmenswertermittlung, Marktpreisabgeltung und Rechtsprechung, in: Betriebsberater, Heft 33, Beilage, 1992, S. 3.

Fortführung des Unternehmens unentbehrlich sind, z.B. eine eingespielte Belegschaft, gute Marktkenntnisse, etablierte Kunden- und Lieferantenbeziehungen, unberücksichtigt bleiben.<sup>39</sup>

Der Liquidationswert stellt die Wertuntergrenze des Unternehmens dar. Wahrscheinlich lassen sich Liquidationswerte für die ehemals planwirtschaftlichen Betriebe Osteuropas relativ problemlos feststellen. Dieses Verfahren käme aber nur im Falle einer Schließung des Betriebes in Frage. Soll das Unternehmen dagegen nach seiner Privatisierung fortgeführt werden, ist die Liquidationsmethode ungeeignet.

### *Ertragswert*

Der Ertragswert ist der auf den Bewertungsstichtag diskontierte Wert aller künftig zu erwartenden Reinerträge des Unternehmens. Dieser Wert läßt sich mit folgender Formel ermitteln:

$$U = E = e/p$$

U	Unternehmenswert
E	Ertragswert
e	Zukunftserfolg
p	Kapitalisierungszinsfuß

Der Zukunftserfolg stellt den künftig zu erwartenden durchschnittlichen jährlichen Gewinn dar. Der Kapitalisierungszinsfuß ist der Zinssatz, mit dem der Zukunftserfolg zu diskontieren ist und der zahlreiche Einflußfaktoren berücksichtigen muß. Bei der Ertragswertmethode vergleicht ein potentieller Erwerber die Rendite, die er auf sein investiertes Kapital im Unternehmen erzielt, mit der Rendite alternativer Anlagemöglichkeiten. Er wird sich dann für den Kauf des Unternehmens entscheiden, wenn die voraussichtlich erzielbare Rendite diejenige alternativer Anlagemöglichkeiten übersteigt.<sup>40</sup>

Um diesen Wert zu ermitteln, müssen zwei Schritte unternommen werden. Als erstes muß der zukünftige Erfolg des Unternehmens geschätzt werden. Das Problem hierbei ist, daß Bewertungsansätze um so weniger brauchbar sind, je stärker sie sich an Vergangenheit und Gegenwart orientieren.<sup>41</sup> In den osteuropäischen Ländern dürfte es schwierig sein, auf der Basis vergangener Erfolge den zukünftigen Erfolg abzuschätzen, da sich das gesamte relevante Unternehmensumfeld auf eine nicht vorhersehbare Weise ändert.<sup>42</sup> Folgende Instabilitäten und Unsicherheiten sind in diesem Zusammenhang von Relevanz:

- Durch die allgemeine Preisfreigabe und durch das Entstehen von inländischer und ausländischer Konkurrenz sehen sich die Unternehmen erheblichen Unsicherheiten auf ihrer Beschaffungs- und ihrer Absatzseite gegenüber, die sich in einer völlig neuentwickelten Struktur relativer Preise äußern.
- Auch zukünftige Steuerbelastungen sind in Ländern, in denen sich die Steuersysteme im Umbruch befinden, sehr schwer abzuschätzen.
- Erhebliche Auswirkungen auf die Rentabilität der Unternehmen haben auch die Änderungen im gesamten Rechtswesen. Allen voran werden ein neues Arbeitsrecht, ein Wettbewerbsrecht und Konkursgesetze eingeführt. Dort, wo diese Gesetze schon eingeführt worden sind, zeigen sich wieder Änderungen in der Gesetzeslage, die für die Unternehmen nicht immer die

<sup>39</sup> Vgl. Gerhard Bellinger, Günther Vahl, Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, Stuttgart 1992, S. 180.

<sup>40</sup> Vgl. Pal Valentiny, Valuation of Enterprises to be Privatized (the British and French Experience), Working Paper, Institut of Economics of the Hungarian Academy of Sciences, Budapest 1991, S. 7.

<sup>41</sup> Vgl. Dietmar Meyerseck, Unternehmensbewertung und Branchendynamik, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 43. Jg. (1991), S. 233.

<sup>42</sup> Vgl. Chistopher Wellisz, Privatization in Poland: The Problem of Valuation, in: Journal of International Affairs, 45. Jg. (1991), Nr. 1, S. 260.

erwarteten Verbesserungen mit sich bringen. Somit ist nicht abzusehen, in welchem Maße diese Änderungen zu einer Beeinträchtigung der Unternehmensrentabilität, z.B. durch die Einführung von Mindestlöhnen, führt.

Diese Unwägbarkeiten erschweren im Regelfall eine einigermaßen zuverlässige Abschätzung der zukünftigen Gewinnentwicklung von Unternehmen.

Der zweite Schritt, der bei der Ermittlung des Ertragswertes zu tun ist, ist die Ermittlung des zugrunde zu legenden Zinsfußes, mit dem die jeweiligen Periodengewinne abgezinst werden. Bei diesem Schritt tauchen folgende Probleme auf:

- In der Regel nimmt man als Ausgangspunkt zur Ermittlung des Barwertes der zukünftigen Gewinne einen langfristigen Kapitalmarktzins. Da aber die Geld- und Kapitalmärkte in Osteuropa im Entstehen begriffen sind, gibt es kaum langfristige Anlagemöglichkeiten, und somit steht ein langfristiger Zins als Diskontierungsfaktor nicht zur Verfügung.<sup>43</sup> Die Schwierigkeit bei den kurzfristigen Zinsen ist, daß diese erheblichen Schwankungen unterliegen, da die Inflationsraten in den osteuropäischen Ländern einen volatilen Verlauf nehmen.
- Ein Inländer könnte alternativ auf Zinsen ausländischer westlicher Währungen als Diskontierungszinsfuß ausweichen. Sinn würde diese Alternative aber nur machen, wenn der Inländer auch tatsächlich auf ausländische Anlagemöglichkeiten zurückgreifen kann. Der ausländische Zins entspricht dann den Opportunitätskosten der Investition im privatisierten Unternehmen. Die Währungen vieler osteuropäischen Volkswirtschaften unterliegen im Hinblick auf Kapitaltransaktionen vielfach noch starken Konvertibilitätsbeschränkungen sowohl für Inländer als auch für Ausländer. Das Ausweichen auf Anlagemöglichkeiten in ausländischen Währungen ist daher mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden.

---

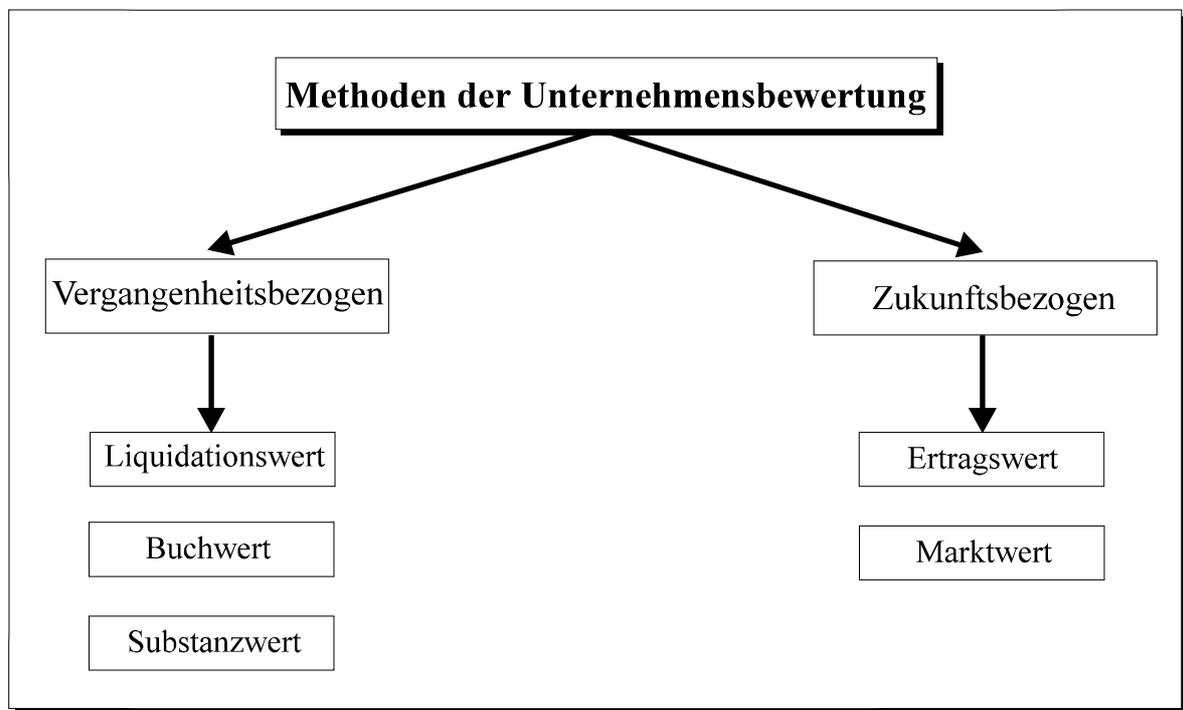
<sup>43</sup> Vgl. Maciej Iwanek, Transformation of Ownership Institution in Poland, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft - Journal of Theoretical and Institutional Economics, Bd. 148, 1991, S. 60.

## Marktwert

Eine weitere zukunftsbezogene Bewertungsmethode basiert auf dem Vergleich des zu privatisierenden Unternehmens mit einem vergleichbaren börsennotierten Unternehmen.

Diese traditionellen Methoden zeigen, daß sich die Durchführung einer genauen Unternehmensbestimmung in mittel- und osteuropäischen Ländern als sehr unsicher und langsam herausstellt, was zu einer Verzögerung der Privatisierung führt. Gegen eine solche Verzögerung spricht aber, daß die gesamtwirtschaftlichen Kosten des Wartens erheblicher höher sind als der Entgang möglicher Privatisierungserlöse durch niedrige Verkaufspreise, da weiter Produktionsfaktoren in den staatlichen Sektor gelenkt werden. Eine Verzögerung dieser Art führt zu einer Verlängerung der Phase, in der keine echten Eigentümer in den Unternehmen vorhanden sind. Außerdem hat dieser Zustand zur Folge, daß immer mehr Betriebe in dubiose Hände gelangen und daß sich in der Bevölkerung ein Zustand der Resignation durchsetzt.

Abb. 4: Methoden der Unternehmensbewertung



Quelle: Jürgen Klenk et al., a.a.O.

### 2.1.2 Methoden der Unternehmensbewertung in Bulgarien

Im Rahmen der Privatisierung in Bulgarien ist es eine unerläßliche Voraussetzung für den Beginn des Privatisierungsprozesses eines Unternehmens, daß dieses von unabhängigen bulgarischen oder ausländischen Firmen, die von der Privatisierungsagentur eine Lizenz erhalten haben, bewertet wird. Der Auftrag für die Bewertung wird nach Analyse des Rechtsstatus des zu privatisierenden Objekts vergeben. Untersucht werden u.a. der Status der Aktiva des Betriebes aus der Sicht des Sachenrechts, die Vindikationsklagen und -ansprüche sowie andere Vermögens- und Nichtvermögensrechte und -pflichten. Die Auswahl der Personen, die die Bewertung durchführen, wird vom Privatisierungsorgan nach einer öffentlich bekanntgegebenen Aus-

schreibung vorgenommen, mit Ausnahme einiger exakt beschriebener Sonderfälle. Die Bewertung hat nach mindestens zwei der folgenden Methoden zu erfolgen:

- der Buchwertmethode;
- dem Liquidationswert;
- der Ertragswertmethode;
- der Marktmethode.

Bis jetzt wurden in Bulgarien keine speziellen Bewertungsmethoden im Rahmen der Privatisierung entwickelt. Aus diesem Grunde sind die existierenden Verfahren sehr zeitintensiv und aufgrund des oft fehlenden oder ungenaueren Materials wenig objektiv und aussagekräftig für den potentiellen Käufer. Die Möglichkeit, die Betriebe zu einem symbolischen Preis zu verkaufen, wurde von bulgarischer Seite abgelehnt.

#### *Alternativer Lösungsansatz*

Eine der Bewertungsmethoden, die sich in Osteuropa als erfolgreich erwiesen hat, ist die Versteigerung der zu privatisierenden Unternehmen. Die Bewertung des Unternehmens wird von den miteinander konkurrierenden Käufern vorgenommen, die den Unternehmenswert je nach Risikoinschätzung unterschiedlich hoch beziffern. Unter gesamtwirtschaftlichen Effizienzaspekten sollte derjenige das Unternehmen erhalten, der das höchste Angebot macht. Darüber hinaus bietet diese Methode den Vorteil, daß Bewertung und Verkauf in einem Akt stattfinden, wodurch Zeit gespart wird.

Bei einer *Auktion* machen die Kaufinteressenten so lange Angebote zu dem jeweiligen Objekt, bis nur noch derjenige Interessent übrigbleibt, der den maximalen Preis zu zahlen bereit ist. So wird der markträumende Preis gefunden. Beim anonymen Bietverfahren machen die Interessenten ihre Kaufangebote unabhängig voneinander. Da nur einmal geboten werden kann, sind die potentiellen Käufer dazu gezwungen, direkt den maximalen Preis zu benennen.

Der Wert, welcher mit dieser Methode zustande kommt, berücksichtigt nicht nur die existierenden Aktiva im Unternehmen, sondern die Käufer ziehen bei der Höhe ihres Angebotes auch den zukünftigen Erfolg des Unternehmens in Betracht. Zusätzlich drückt sich im zustande gekommenen Preis der Wert aus, den das Unternehmen vor dem Hintergrund der herrschenden Risiken hat. Sind diese zu hoch und ist das Unternehmensumfeld instabil, sinkt die Zahlungsbereitschaft der Interessenten, so daß durch die Versteigerung die Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Preis widerspiegelt wird. Die Angebote der Investoren zeigen Abweichungen sowohl hinsichtlich der Einschätzung der relevanten Risiken als auch im Hinblick auf die dem Unternehmen beizumessende zukunftsbezogene Gewinnerzielungsfähigkeit. Wichtige Marktgrößen, die bei der Bewertung eines Unternehmens von den Interessenten miteinbezogen werden, sind folgende:

- Wechselkursverlauf;
- Inflationsentwicklung;
- Gesetzgebung;
- Besteuerungsquoten;
- politische Entwicklung;
- Absatzmarkt;
- Privatisierungsentwicklung.

Sollen bei einem angebotenen Unternehmen von den Käufern zusätzliche Bedingungen erfüllt werden, wie z.B. die Übernahme der schlechten Schulden oder eine Arbeitsplatzgarantie, so wird der Preis des Unternehmens herabgesetzt.

Die Gefahr einer Unterbewertung des Unternehmens ist dann gegeben, wenn der zulässige Kreis der Teilnehmer an der Versteigerung auf inländische Investoren beschränkt bleibt. Potentielle inländische Käufer unterliegen Kapitalrestriktionen.<sup>44</sup> Selbst bei einer Versteigerung wird der Unternehmenswert in so einem Fall nicht in zutreffender Weise im Preis zum Ausdruck kommen.

Im Rahmen der bulgarischen Privatisierung fanden anfänglich "Vorauktionen" statt. Das waren Auktionen im kleineren Umfang für nur eine beschränkte Gruppe von Bulgaren, damit diese bei lukrativen Unternehmen die Möglichkeit hatten, Objekte zu erwerben. Zum Erwerb kam es nur, weil die Unternehmen unter Wert verkauft wurden. Somit gelangen aber manche Unternehmen in nationale Hände, obwohl diese Objekte für öffentliche Versteigerungen, an denen auch ausländische Investoren teilnehmen durften, vorgesehen waren.

Auch wenn die Probleme der Unternehmensbewertung in allen osteuropäischen Ländern ähnlicher Natur waren, ist der Privatisierungsprozeß anderer Länder wesentlich fortgeschrittener als der bulgarische. Somit ist festzuhalten, daß nicht die Schwierigkeiten der Unternehmensbewertung in Bulgarien maßgeblich zu einem Rückstand im Privatisierungsprozeß geführt haben.

## **2.2 Schlechte Schulden der bulgarischen Unternehmen**

### *2.2.1 Schlechte Schulden und ihre Auswirkung auf den Privatisierungsprozeß*

Ein wichtiger Grund für den langsamen Verlauf des Privatisierungsprozesses in Bulgarien und für das mangelnde Interesse des Auslands an finanziellen Beteiligungen in Bulgarien im Rahmen der Privatisierung ist der hohe Verschuldungsstand der bulgarischen Unternehmen. Ende 1995 belief sich dieser Wert auf 250 Mrd. Leva. Nach dem damaligen Wechselkurs waren dies 3,7 Mrd. US-Dollar. Gerade in den ersten Jahren nach der Wende stieg das Volumen der notleidenden Kredite rasant an, da die erforderliche Umstrukturierung bei immer mehr Unternehmen zu Zahlungsschwierigkeiten führte.

Die alten Beziehungen zwischen Banken und Unternehmen bestehen fort, automatische Neukreditvergabe und Kapitalisierung von Zinsen für staatseigene Betriebe sind weiterhin die Norm. Wegen der Budgetknappheit des Staates hat die Regierung die Neukreditvergabe an Bankrottfirmen fortgesetzt geduldet.

Folge dieser Politik sind eine niedrigere Investitionsproduktivität effizienter Firmen, eine höhere Risikokonzentration, die Verzögerung der Expansion privatwirtschaftlich effizienter Firmen, eine langsamere Erholung der Wirtschaft und das erhöhte Risiko einer Finanzkrise.

Aufgrund der starken Nachfrage der in Liquiditätsschwierigkeiten befindlichen Unternehmen nach Krediten zur Befriedigung von Gläubigeransprüchen und des Fehlens neuer, ausreichend kapitalisierter Banken, mußten die etablierten Banken die Spanne zwischen Guthaben- und Darlehenszinsen vergrößern (spread) und sogar negative reale Zinssätze auf Einlagen bieten. Die am wenigsten kreditwürdigen Schuldner erhalten die wenigen Geldmittel, da sie bereit sind, den

---

<sup>44</sup> Vgl. Eric Maskin, Auctions and Privatisation, Papier vorgestellt auf der Konferenz „Privatisation“, Institut für Weltwirtschaft, 1991, S. 3.

höchsten Zins zu zahlen. So versuchen hochverschuldete Firmen ihre Verbindlichkeiten zu befriedigen.

Dieser Spread zwischen Darlehens- und Einlagenzinsen hat bestimmte Auswirkungen auf die nationalen Ersparnisse und Investitionen. Einerseits werden keine Kredite von effizienten Schuldern aufgenommen, da die Zinsen zu hoch sind. Andererseits kommt es nicht zu einer Mobilisierung der Ersparnisse, da die Darlehenszinsen als zu niedrig erachtet werden.

### 2.2.2 Bulgariens Lösungsansatz zum Problem der schlechten Kredite

In diesem Abschnitt sollen nicht alle Ansätze, die im Zusammenhang mit der Altschuldenproblematik vorgeschlagen wurden, diskutiert werden, da die Auseinandersetzung mit ihnen den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde. Vielmehr soll hier nur der in Bulgarien praktizierte Lösungsansatz behandelt werden.

Anfang 1993 entschied sich die Regierung dazu, die Verantwortung für alle Kredite, die bis Ende 1991 gewährt wurden, zu übernehmen, indem sie Regierungsgarantien im Wert von 46 Mrd. Leva (etwa 37% des BIP von 1991) bereitstellte. Die Vergabe dieser Kredite wurde an Jahreshöchstgrenzen und den Erfolg des Restrukturierungs- und Privatisierungsprozesses gebunden. Da jedoch die Fortschritte bei der Banken- und Unternehmensrestrukturierung gering waren, erlaubte die Regierung den verschiedensten Regierungseinrichtungen, Staatsanleihen zur Gewährung von Schuldenerlassen zu nutzen. Diese Staatsanleihen werden in Bulgarien als ZUNK-Obligationen bezeichnet. ZUNK ist die bulgarische Abkürzung für das „Gesetz der notleidenden Kredite“. Durch diese Maßnahme sind die Unternehmen nicht mehr Schuldner der Banken, sondern des Staates. Die Schulden der Unternehmen bleiben aber weiterhin bestehen.

Im Rahmen der Privatisierung können Investoren durch Kauf von ZUNK-Obligationen Anteile eines Unternehmens erwerben. Nach der letzten Regelung können die Investoren, die mit in Leva oder US-Dollar denominierten Wertpapieren zahlen, eine Prämie erhalten, die 40% über dem Nennwert liegt. Das bedeutet, daß ein Investor mit einer ZUNK-Obligation im Nominalwert von 1000 Leva Aktien oder Geschäftsanteile im Wert von 1400 Leva erwirbt. Diese Methode des Anteilserwerbs kann mit dem Erwerb von Geschäftsanteile durch Brady-Obligationen kombiniert werden. Auf letztere soll im nächsten Abschnitt näher eingegangen werden.<sup>45</sup>

Bei dieser angesprochenen Methode handelt es sich lediglich um die Bereinigung der Bankbilanzen. Es wurden begleitend zu der Einführung der ZUNK-Obligationen keine Maßnahmen getroffen, um die weitere Kreditvergabe zu verhindern.

Zwei Maßnahmen sind in diesem Zusammenhang denkbar: Erstens kann ein Kreditprogramm die Staatsbanken zwingen, einen größeren Teil ihrer Kredite an private Unternehmen zu vergeben, bis die Banken privatisiert sind, oder es kann zweitens eine Höchstgrenze für Kredite festgelegt werden, ohne direkt den für den privaten Sektor bestimmten Anteil fest zu definieren.<sup>46</sup>

Das Unterbinden der Kreditvergabe von Banken an Staatsfirmen muß aber nicht die gewünschten Erfolge aufbringen. Es kann zu einer Verlagerung der notleidenden Kredite von den Banken an die Zulieferer kommen. Hierbei handelt es sich um Kredite, die zwischen den Firmen aufgenommen werden, die sogenannten „*Interenterprise arrears*“. Dieses Ausweichen auf die Kredite zwischen den Firmen wird die „gesunden“ Firmen anstecken sowie Finanzsektor- und Wirtschaftsreformen behindern. Durch diese Ausweichlösung wird das eigentliche Problem nur

<sup>45</sup> Vgl. o.V., Privatisierung mit Brady-Obligationen, in: Bulgarisches Wirtschaftsblatt, 4 Jg. (1995), Nr. 7, S. 17.

<sup>46</sup> Vgl. Holger Schmieding, C. Buch, Better Banks for Eastern Europe, Diskussion Papers 197, Institut für Weltwirtschaft, Kiel 1992, S. 14.

verlagert, aber nicht gelöst.<sup>47</sup> Die Finanzreform muß mit der Reform des Unternehmenssektors einhergehen. Bis sich ein Gleichgewicht durchgesetzt hat, wird es zwei Ökonomien geben, einen wachsenden privaten Sektor und einen schrumpfenden staatlichen, dem man am besten mit einem entsprechend aufgeteilten Bankensystem begegnen könnte. Die Regierung sollte explizit das Ausmaß der Firmenverluste anerkennen und entschieden die weitere Mittelbereitstellung an unrentable Firmen reduzieren sowie Anreize für eine Entwicklung des Finanzsektors schaffen.

Bei der letzten Methode, die Bulgarien im Mai 1996 einfuhrte, um der Lösung des Problems der schlechten Schulden etwas näher zu kommen, handelt es sich um eine Art „Krankenhaus für schlechte Schulden“. Die *Claims Collection Agency* soll für die Regelung der schlechten Schulden von 120 Firmen und deren weiteren Verlauf zuständig sein.

Für die Firmen, welche von strategischer Bedeutung für die weitere Entwicklung der bulgarischen Wirtschaft sind, sollen Kredite aus dem Budget freigesetzt werden. Stellt sich dieser Prozeß bei bestimmten Firmen als unmöglich dar, wird ein Konkursverfahren eingeleitet, oder die Firmen werden liquidiert.

Die Agentur bietet eine gute Möglichkeit, daß keine weiteren Kredite an überschuldete Firmen gegeben werden. Ein Problem war die Korruption bei der Aufnahme der Firmen in die Liste der 120 Unternehmen. Manche schon aufgenommene Unternehmen wurden wieder aus der Liste entfernt.

## **2.3 Bulgariens Auslandsverschuldung**

### *2.3.1 Behandlung der Auslandsverschuldung*

Auch die bulgarische Auslandsverschuldung stellt im Rahmen der Privatisierung ein gewisses Hemmnis dar. Im Jahre 1994 war Bulgariens Außenverschuldung so hoch, daß die über 300 Gläubigerbanken des Londoner Clubs einen Schuldenerlaß beschließen mußten. Dieser betrug 47% der Gesamtschulden in Höhe von 8,16 Mrd. US-Dollar, darin eingeschlossen etwa 2 Mrd. US-Dollar Zinsrückstände.<sup>48</sup> Nachdem Bulgarien bereits 1990 einseitig ein Moratorium für Amortisations- und Zinszahlungen ausgerufen hatte, war sein Zugang zu neuen Krediten und zu ausländischen Direktinvestitionen erschwert worden. 1991 erklärten sich die im Pariser Club zusammengeschlossenen öffentlichen Gläubiger zu insgesamt drei Umschuldungsabkommen bereit, im Juli 1994 folgten dann die Geschäftsbanken.

Im April 1995 wurde das Protokoll mit dem Pariser Club über die Stundung bulgarischer Schulden gegenüber den offiziellen Gläubigern in Höhe von ca. 210 Mill. US-Dollar unterschrieben.

Im Jahr 1995 betrug die gesamte Summe der bulgarischen Auslandsschulden 9,7 Mrd. US-Dollar. Bulgarien muß 1996 1,25 Mrd. US-Dollar an die ausländischen Gläubiger zurückzahlen.<sup>49</sup> Für 1997 wird Bulgarien 1,6 Mrd. US-Dollar an Zinsen und Amortisation aufbringen müssen.<sup>50</sup>

Es ist zweifelhaft, ob das Schuldenabkommen für Bulgarien auch die erwartete Erleichterung brachte, denn die Vertrauenswürdigkeit Bulgariens hat dadurch gelitten.

<sup>47</sup> Vgl. Jr. G. Caprio, Ross Levine, Reforming Finance in Transitional Socialist Economies, in: The World Bank Research Observer, Vol. 9, Nr. 1 Washington 1994, S. 17 ff.

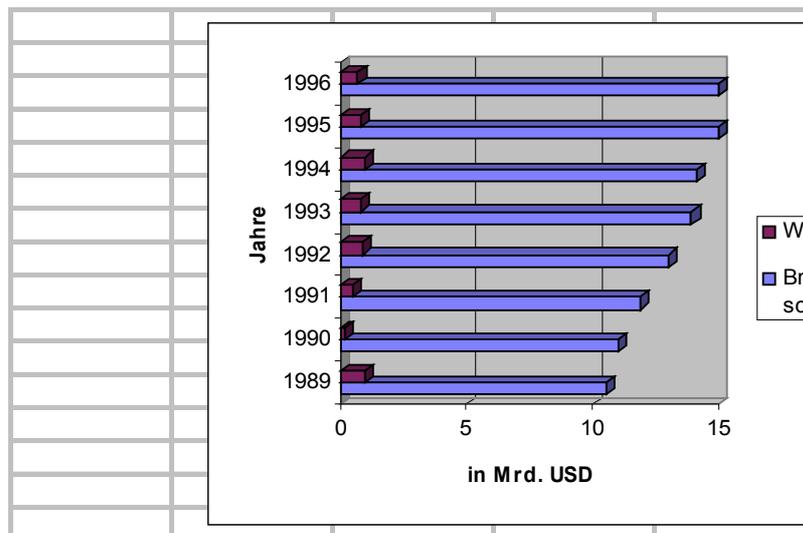
<sup>48</sup> Vgl. Werner Gumpel, „Bad debts“ und Privatisierung in Bulgarien, München 1994, S. 553.

<sup>49</sup> Vgl. o.V., Businesschronik, in: Bulgarisches Wirtschaftsblatt, 4. Jg. (1996), Nr. 3, S. 4.

<sup>50</sup> Vgl. Klaus C. Engelen, Größter Sanierungsbedarf in Bulgarien und Rußland, in: Handelsblatt, Nr. 73, 1996.

Trotz der Auslandsschulden, die Bulgarien bereits hat, muß es weitere Kredite aufnehmen. Verantwortlich hierfür sind der geringe Handelsüberschuß, das defizitäre Budget, der Geldmangel für die Durchführung von z.B. Infrastrukturprojekten und die geringen Währungsreserven der Bulgarischen Nationalbank.

Abb. 5: *Auslandsverschuldung und Währungsreserven*



Quelle: *Investitionsführer Mittel- und Osteuropa, Band 12, Bulgarien, Rödl & Partner, Informationsdienst, 1995, 14.*

Es liegt nahe zu behaupten, daß die Schuldensituation Bulgariens die Auslandsinvestitionen fernhält und somit den weiteren Verlauf der Privatisierung bremst. Bei einer Betrachtung der Lage in Ungarn stellt man jedoch fest, daß dessen Pro-Kopf-Verschuldung höher ist als in Bulgarien (sie ist sogar die höchste in allen Transformationsländern). Dagegen betragen die Auslandsinvestitionen in Ungarn das Zwanzigfache der ausländischen Direktinvestitionen in Bulgarien. Trotz der Lage Ungarns hinsichtlich der Verschuldung hat es auf Umschuldungsabkommen und auf einen Schuldenerlaß verzichtet.

Abb. 6: *Vergleich Pro-Kopf-Verschuldung und ausländische Direktinvestitionen in Mittel- und Osteuropa*

Quellen: *Business Central Europe, April 1996, S. 77; eigene Berechnungen.*

Betrachtet man die Auslandsschuldensituation anderer mittel- und osteuropäischer Länder, so läßt sich festhalten, daß die Auslandsverschuldung keine ausschlaggebende Rolle bei der Entwicklung der Privatisierung spielt, wenn andere wirtschaftliche, politische und gesetzliche Faktoren einen positiven Rahmen darstellen.

### 3. Politische Schwierigkeiten der Privatisierung

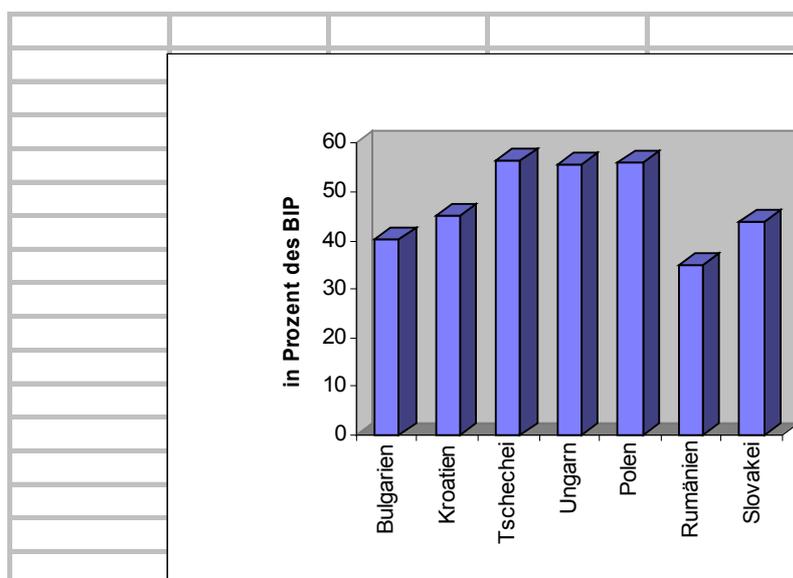
#### 3.1 Machtverlust durch sinkende Staatsanteile

In Bulgarien kann man sechs Jahre nach Beginn der Reformen einen starken Einfluß des Staates im Wirtschaftsprozeß konstatieren. Im Februar 1991 wurden 90% der Preise des Warenkorbes liberalisiert. Ausgenommen waren Preise für Primärenergie und öffentliche Transportmittel. Daraufhin folgten in regelmäßigen Abständen neue Preiskontrollen. Ein Mittel dieser Preispolitik waren Preisobergrenzen für Benzin (1992) und andere Brennstoffe (1993) sowie Tabak und andere Produkte. Seit Mitte 1994 hat der Staat Preiskontrollen für Grundnahrungsmittel

eingeführt. Zusätzlich sind die Gewinnspannen für bestimmte Produkte nach oben limitiert. Dadurch wurde der Anteil der Produkte des Warenkorb, die eine wirklich freie Preisgestaltung genießen, auf 54% reduziert.<sup>51</sup>

Die starke Präsenz des Staates läßt sich auch anhand des geringen Anteils der Privatwirtschaft am BIP nachweisen, wie die folgende Abbildung im Vergleich zu anderen mittel- und osteuropäischen Staaten zeigt.

Abb. 7: Anteil des Privatsektors am BIP in ausgewählten Ländern



Quelle: *Bulgaria-Recent Economic Development, Document of IMF, 1995.*

Die Politik des bulgarischen Staates basiert darauf, so viel Macht wie möglich in allen Bereichen zu behalten und die Vergabe von Macht an Privatpersonen zu verhindern. Durch den Besitz großer Unternehmen und bestimmter strategischer Bereiche spekuliert der Staat darauf, Einnahmen für die Staatskassen zu erwirtschaften. Aufgrund der defizitären Situation aber kann der Staat momentan keine Investitionen in diese nicht mehr effizienten und wettbewerbsfähigen Unternehmen tätigen. Dies führt dazu, daß die meisten Unternehmen mit Verlusten arbeiten und ständig mit Krediten versorgt werden müssen.

Der Staat befindet sich in einem Dilemma. Auf der einen Seite will er die Macht nicht abgeben, die er durch den Besitz der Unternehmen repräsentiert sieht, auf der anderen Seite verfügt er zur Zeit nicht über das nötige Budget, um Investitionen zu tätigen.

Bei den Unternehmen, die der Staat für die Massenprivatisierung freigegeben hat, handelt es sich hauptsächlich um solche, die sich in einem sehr schlechten Zustand befinden. Viele dieser Unternehmen müßten liquidiert werden. Diese Auswahl der Unternehmen führt dazu, daß die Objekte nur sehr schwer ernsthafte Käufer finden.

Zusätzlich ist der gesetzliche Rahmen so angelegt, daß die Rahmenbedingungen für Investoren sich als undurchsichtig und unsicher erweisen. Viele wichtige Fragen sind nicht im Gesetz verankert, so daß eine Entscheidung von „Fall zu Fall“ über die Privatisierung eines Betriebes getroffen wird.

<sup>51</sup> Vgl. European Bank for Reconstruction and Development, Transition Report, Oxford 1995, S. 81 ff.

### **3.2 *Kosten der Privatisierung***

Wie schon von der neuen politischen Ökonomie analysiert und diskutiert, bieten Politiker bestimmte Programme an und bemühen sich um ihre Durchsetzung, weil sie so in den Genuß der mit einem politischen Amt verbundenen Annehmlichkeiten kommen können, nicht aber, weil ihnen unbedingt am Wohl der Bevölkerung liegt. Es kann leicht daraus abgeleitet werden, daß sie solche Maßnahmen unterlassen werden, die Stimmenverluste bringen könnten.

Auch wenn das Vorantreiben der Privatisierung ein Bestandteil des Regierungsprogramms war, wird dieses von den Politikern nicht verfolgt. Damit die Politiker ihre Ziele erreichen können, in diesem Falle die Erringung und Erhaltung der Macht, müssen diese zur Realisierung der Ziele der Wähler beitragen. Es ist aber fraglich, ob die Privatisierung per se ein Ziel der Bürger darstellt.

Um diese Frage beantworten zu können, ist die Betrachtung der Ergebnisse der privatisierten Unternehmen notwendig. Ein Merkmal der Planwirtschaft war die versteckte Arbeitslosigkeit. Dadurch versuchte man offene Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Zusätzlich wurden die Betriebe mit einer Reihe von Sozialleistungen überfordert. Hierzu zählen Kindergärten, eigene Ferienanlagen, Transportmittel- und Lebensmittelcoupons etc. Diese Reliquien der kommunistischen Zeit werden bei der Restrukturierung privatisierter oder zu privatisierenden Unternehmen abgeschafft. Aus diesem Umstand fallen viele Arbeitsplätze weg, und die Sozialleistungen für die Belegschaft werden eingeschränkt. Hinzu kommt die Notwendigkeit, einen Großteil der Betriebe zu liquidieren. Das würde den Verlust aller Arbeitsplätze eines solchen Betriebes bedeuten.

Verschlimmert wird die Situation der Arbeitslosen durch das Fehlen eines sozialen Netzes. Das Arbeitslosengeld wird vom Staat nur für eine Periode von sechs Monaten gezahlt, und anschließend bekommen die Betroffenen keinerlei staatliche Hilfen mehr. Der Arbeitsmarkt bietet wegen des geringen Anteils der Privatwirtschaft kaum alternative Beschäftigungsmöglichkeiten.

Im Rahmen des Transformationsprozesses entstehen in einer Wirtschaft sowohl Wohlfahrts- wie auch Verteilungsverluste. Unter Wohlfahrtsverlusten seien solche Effekte verstanden, die einzelne Mitglieder der Gesellschaft schlechter stellen, ohne daß dadurch andere Mitglieder bessergestellt werden. Umgekehrt resultieren Verteilungsverluste aus allen jenen Effekten, die einzelne Mitglieder der Gesellschaft schlechter stellen, wodurch aber andere Personen bessergestellt werden.

Die Wiederwahl eines Politikers beginnt instabil zu werden, wenn die Wohlfahrtsverluste überwiegen. Dieser Fall dürfte unter den jetzigen Rahmenbedingungen in Bulgarien dann gegeben sein, wenn die Regierung eine konsequente Privatisierung verfolgen würde. Solange die Bevölkerung unter der Privatisierung Arbeitsplatzverluste und Kürzungen der Sozialleistungen zu erwarten hat, könnte das zu einer Unzufriedenheit mit der amtierenden Regierung führen, welche in der Abwahl der Regierung mündet.

Bis dato wurden von der Regierung keine zusätzlichen Maßnahmen getroffen, um diese Verluste aufzufangen. Ein Staat wird immer dazu tendieren, mit minimalem Einsatz sein Ziel der Machterhaltung zu erlangen. Im Falle Bulgariens bedeutet das, daß die Etablierung eines sozialen Netzes und eines gut organisierten Arbeitsmarktes mit höheren Kosten verbunden ist als die Verhinderung des Privatisierungsprozesses. Kurzfristig ist es also sinnvoller, die Privatisierung zu verhindern. Da die Parteien sich auf den Entwurf kurzfristiger Programme konzentrieren, dürfte in das Entscheidungskalkül der Regierung nicht miteinfließen, daß das Verhindern der Privatisierung langfristig betrachtet zu höheren Kosten führen wird.

Die Regierung wird ihre Ziele nur durch die Erfüllung der Ziele der Bevölkerung erreichen. Diese bestehen momentan darin, einen Arbeitsplatz zu haben und weiterhin in den Genuß der Sozialleistungen aus der sozialistischen Zeit zu kommen. Solange die Regierung keine komplementären Programme zur Privatisierung anbietet, wird die Bevölkerung unter diesen Umständen nicht an der Privatisierung interessiert sein. Wenn die Regierung die Erhaltung der politischen Macht erzielen möchte, wird sie die Privatisierung nicht vorantreiben.

### ***3.3 Privatisierungsagentur (PA) als ausführende Institution***

Um feststellen zu können, ob die PA die Privatisierung vorantreibt, muß zuerst einmal untersucht werden, welche Ziele diese verfolgt. Wie in allen Bürokratiesystemen versuchen die Bürokraten, die in der PA arbeiten, ihren Nutzen zu maximieren. Dies kann als Hauptziel der einzelnen Bürokraten festgehalten werden. Ihren Nutzen werden die Bürokraten dadurch maximieren, daß sie so lange wie möglich über einen sicheren Arbeitsplatz verfügen und daß sie befördert werden, da davon Gehalt, Einfluß und Sicherheit abhängen. Dabei ist die Ausübung einer den Bürokraten zugewiesenen Tätigkeit nur Nebenprodukt.

Unabhängig von der Einflußfunktion der Regierung maximiert die PA ihren Nutzen durch die Verschleppung der Privatisierung. Dadurch ist eine längere Existenz der PA und somit des Arbeitsplatzes garantiert. Selbst wenn die Regierung daran interessiert wäre, die Privatisierung so schnell wie möglich abzuschließen, würden die Bürokraten versuchen, den Prozeß zu bremsen. Sollte es die Zielfunktion der Regierung sein, die Privatisierung erfolgreich durchzuführen, würde diese im Widerspruch zu derjenigen der Bürokraten stehen.

### ***3.4 Sonstige Einflußgruppen***

Es ist mehrfach vorgekommen, daß Unternehmen, die zur Privatisierung vorgesehen waren, wieder aus den Listen entfernt worden sind. Eine weitere Methode, die Privatisierungsbemühungen zu bremsen, besteht darin, die Unternehmenspreise zu hoch anzusetzen. Ausländische Unternehmensbewertungsgesellschaften dürfen im Rahmen der Privatisierung für ausländische Investoren auch eigene Bewertungen der Unternehmen durchführen. Der ermittelte Preis liegt oft unterhalb dem von der Privatisierungsagentur angesetzten Preis. In solchen Fällen ist die Privatisierungsagentur meistens nicht dazu bereit, den vorgeschlagenen Preis zu senken.

Zusätzlich sehen sich die Investoren oft mit einer Reihe von Vorbehalten konfrontiert. Hierbei handelt es sich um Klauseln bezüglich der Belegschaft sowie des Investitionsverhaltens für die kommenden Jahren nach dem Kauf des Unternehmens und der Übernahme der schlechten Schulden. Diese Anforderungen sind oft so hoch, daß sich das Unternehmen für den Investor als uninteressant erweist.

Die schlechte Vergütung der Bürokraten der Privatisierungsagentur, ca. 100,- DM monatlich, machen diese empfänglich für finanzielle Bestechungen, was die Durchsetzung der Ziele unterschiedlicher Interessengruppen sehr erleichtert.

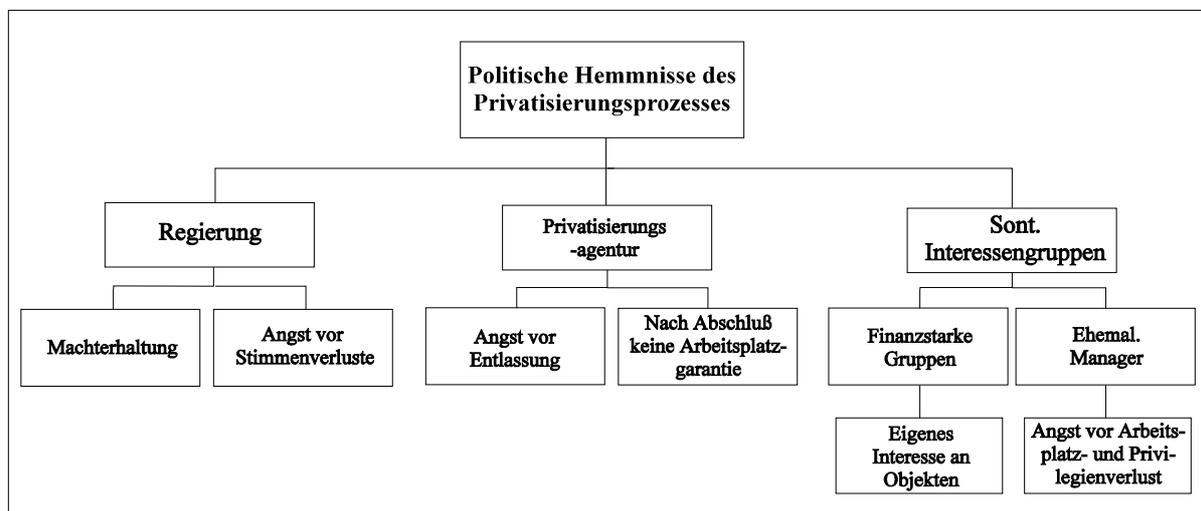
Darüber hinaus wird auf die Arbeit der Privatisierungsagentur durch finanzstarke Gruppierungen Einfluß ausgeübt, die im Verlauf des Transformationsprozesses auf dubiose Weise bedeutende finanzielle Macht erlangt haben. Diese sind oft an den zu privatisierenden Unternehmen interessiert und versuchen den Verkauf an Dritte zu unterbinden. Oft haben sie kein Interesse an einem sofortigen Kauf auf dem Wege der Privatisierung, sondern sie versuchen den Kauf eines

Objekts so lange hinauszuzögern, bis das Unternehmen mit der Zeit an Wert verliert und zu einem niedrigen Preis erworben werden kann.<sup>52</sup>

Daher müßte sich die prinzipielle Haltung der bulgarischen Regierung gegenüber der Privatisierung ändern. Es müßte ein klarer und investorenfreundlicher Rechtsrahmen geschaffen werden, und die Privatisierung müßte von der Regierung mit entsprechenden Struktur- und Stabilitätsmaßnahmen unterstützt werden.

Wenn einmal diese Basis hergestellt worden ist, sollten Kontrollmechanismen entworfen werden, die die systemimmanenten Probleme einer solchen Institution wie der PA mindern. Hierbei könnte es sich um interne oder externe Kontrollmechanismen handeln. Bei den internen wäre z.B. an unabhängige Gremien zu denken, welche für die Überprüfung und die Veröffentlichung des Verlaufs der Privatisierung zuständig wären. Bei den externen könnte es sich einerseits um internationale Institutionen handeln, wie z.B. Weltbank oder IMF. Andererseits bestünde die Möglichkeit, zu diesem Zweck aus internationalen Experten gebildete Gruppen einzusetzen. Bei der externen Alternative ist die Frage der Souveränität zu berücksichtigen.

Abb. 8: Politische Hemmnisse des Privatisierungsprozesses



Quelle: Eigener Entwurf.

<sup>52</sup> Bei einem Privatisierungsgeschäft mit einem deutschen Investor wurden kurz vor Geschäftsabschluß noch zweimal schlechte Schulden des Unternehmens entdeckt, welche der Investor zusätzlich übernehmen sollte. Hierbei handelte es sich beim ersten Einwand um 1 Mio. DM und beim zweiten Mal um 2 Mio. DM. Somit hatte sich der anfängliche Verkaufspreis um 3 Mio. DM erhöht. In einem anderen Fall, nachdem ein Privatisierungsgeschäft mit einem deutsch-englischen Partner aufgrund von immer neuen Einschränkungen abgebrochen wurde, kaufte MULTIGROUP, eine der finanzstarken Gruppierungen, das Objekt, für welches sich einige Wochen zuvor die ausländische Kooperation interessiert hatte (Interview am 10. Juni 1996 mit Herrn Passet, Treuhand-Ost Mitarbeiter).

**Gema Pérez Herrera**

## **Economic and Political Obstacles to Privatisation in Bulgaria**

**Bericht des BIOst Nr. 51/1996**

### **Summary**

#### *Introductory Remarks*

Seven years have passed since the beginning of the transformation process and Bulgaria is now in economic and political crisis. We find ourselves asking why Bulgaria is making less progress in the reform process than almost any other Central and Eastern European country.

The sobering results of the privatisation process provide an important part of the answer. However, it would be a radical oversimplification to seek all the answers in the economic situation. After an analysis of the economic factors, the present report will focus therefore on an assessment of political obstacles to the privatisation process.

This study's findings are based primarily on interviews with specialists in Bulgaria.

#### *Findings*

1. The government decree on economic activity introduced at the beginning of 1989 provided the first attempt to deal with the issue of property. This decree, and the provisions governing its implementation, made it possible to establish private firms and permitted all kinds of ownership structure. A large number of private firms were formed during the period between 1989 and 1991.
2. In response to public pressure, a moratorium was placed on the entire decree as the nomenklatura and black marketeers were the ones who derived the greatest profit. The "Law governing the transformation and privatisation of State and communal enterprises" was implemented in May 1992. But the privatisation of State firms continued to proceed slowly under the provisions of the privatisation law.
3. Although the privatisation law made it possible to employ almost all methods to privatise State property, this failed to have a positive effect on the speed of the process. We can distinguish the privatisation of property from that of management in the Bulgarian process. Privatisation of property changes ownership relations, which means that the firm becomes private property. When management is privatised, however, the State continues to function as owner.
4. At the beginning of 1996, mass privatisation was introduced as an additional privatisation method in Bulgaria after a three-year delay. Bulgaria had spoken out against mass privatisation at the beginning of the privatisation process, but difficulties in the process and external pressure from international institutions finally produced a change of policy.
5. The following economic obstacles may have hindered the privatisation process: the valuation of the firms to be privatised, their bad debts, and Bulgaria's foreign debt.

6. No specialised methods have yet been developed in Bulgaria to assess a firm's value in the context of privatisation. Existing procedures are very time-consuming and are not very objective or meaningful to potential purchasers because data are lacking or imprecise. Bulgaria has rejected the solution of selling firms at a token price.
7. Bulgarian firms' high level of indebtedness is an important reason for the slow progress of the privatisation process in Bulgaria and the lack of foreign interest in financial participation. At the end of 1995, this debt amounted to 250 billion leva. The volume of these bad debts increased rapidly during the first years after the transition in particular. The direct provision of credit to State firms is responsible for this credit policy.
8. The other economic measure has to do with Bulgaria's foreign debt. In 1995, Bulgarian foreign debt came to a total of 9.7 billion US dollars. It would be easy to conclude that this debt keeps foreign investment away and thus further retards the privatisation process. However, an examination of debt levels in other Central and Eastern European countries, such as Hungary, reveals that their per capita debt is greater than that of Bulgaria. Nonetheless, there is more direct investment in these countries. Bulgaria's attitude towards debt repayment is a more likely explanation for foreign investors' cautious behaviour.
9. The obstacles to privatisation are primarily political in nature. Three main groups determine the slow pace of the privatisation process. These are the government, the privatisation agency, and the groups with financial power.