

**Diplomarbeit**

# **Das Finanzsystem Bulgariens**

**Freie Universität Berlin**

**Fachbereich Politik- und Sozialwissenschaften**

**Otto-Suhr-Institut für Politikwissenschaft**

**Verfasser:**

**Dimitre Stankov**

**Matrikelnummer: 3192730**

**1. Gutachter:**

**Prof. Dr. Gerhard Huber**

**2. Gutachter:**

**Prof. Dr. Werner Väth**

**Abgabetermin: 14.05.2002**

## **Vorbemerkung**

Wie es auch vom Titel her zu verstehen ist, hatte ich die Aufgabe, das bulgarische Finanzsystem zu analysieren. Ich habe mich bemüht, die Gesamtstruktur des bulgarischen Finanzsystems, dessen Strukturwandlungen und Perspektiven in konzentrierter Form darzulegen.

Die Diplomarbeit wurde bei Prof. Dr. Gerhard Huber und Prof. Dr. Werner Väth eingereicht. An dieser Stelle möchte ich ihnen deswegen für die Unterstützung während der Betreuung meiner Diplomarbeit danken.

Um mich besser über das Finanzsystem Bulgariens zu informieren, bin ich für eine Woche nach Sofia geflogen. Es war nicht immer leicht an Informationen zu kommen. Während meines Aufenthaltes habe ich über zehn bulgarische Institutionen besucht, darunter diverse Ministerien, Agenturen und die Bulgarische Nationalbank.

Den leichteren Zugang zu diesen Institutionen verdanke ich dem Referenzbrief, den ich vom Botschafter der Republik Bulgarien in der Bundesrepublik Deutschland, Herrn Nikolay Apostoloff, bekommen habe. An dieser Stelle möchte ich ihm sowie dem Presseattaché, Herrn Borislav Kosturkov, und dem Leiter der Wirtschaftsabteilung, Herrn Nikola Petrov, ausdrücklich danken.

Die Herren Nikolay Nenovsky und Kalin Hristov vom BNB-Research haben mir eine Vielzahl von sehr hilfreichen, kritischen Anmerkungen zukommen lassen.

Wichtige Anregungen verdanke ich ferner den Frauen Kamelia Assenova, Stela Raleva, Rossitsa Chobanova, Nina Konstantinova, Ekaterina Kovacheva, Ekaterina Vitkova und den Herren Roussi Ivanov, Plamen Kalojanchev, Viktor Kostov, Kai-Uwe Müller, Rüdiger Kersten.

Vor allem aber möchte ich meiner lieben Frau Darinka Stankova für ihre vielfältige Hilfe danken.

Dimitre Stankov

# INHALTSVERZEICHNIS

Vorbemerkung

Abkürzungsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

<b>1</b>	<b>EINLEITUNG UND FRAGESTELLUNG.....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>STRUKTUR DES BULGARISCHEN FINANZSYSTEMS.....</b>	<b>5</b>
<b>2.1</b>	<b>Stellung der bulgarischen Zentralbank .....</b>	<b>5</b>
2.1.1	Struktur und Organisation der Zentralbank .....	5
2.1.2	Unabhängigkeit der BNB und politische Unterstützung für den Währungsrat .....	6
2.1.3	Rolle und Aufgaben der bulgarischen Zentralbank .....	7
<b>2.2</b>	<b>Bankenaufsicht .....</b>	<b>11</b>
2.2.1	Aufsicht vor der Bankenkrise .....	11
2.2.2	Bankenaufsicht nach der Krise 1996/97 .....	12
<b>2.3</b>	<b>Struktur des Geschäftsbankensektors .....</b>	<b>13</b>
2.3.1	Entstehung und Entwicklung des bulgarischen Bankensektors .....	13
2.3.1.1	Bankwesen bis 1989 .....	13
2.3.1.2	Bankensystem von 1990 bis 1995 .....	15
2.3.1.3	Krise und weitere Entwicklung des Bankensektors .....	17
2.3.2	Dynamik und Struktur des bulgarischen Bankensektors .....	21
2.3.3	Wettbewerb im Bankensektor .....	24
<b>2.4</b>	<b>Nichtbankfinanzinstitutionen.....</b>	<b>27</b>
2.4.1	Kapitalmarkt und Kapitalmarktinstitutionen.....	27
2.4.1.1	Rechtliche Grundlagen und Institutionen.....	27
2.4.1.2	Bulgarische Börse-Sofia.....	28
2.4.1.3	Staatliche Wertpapierkommission.....	29
2.4.1.4	Zentraldepot .....	30
2.4.1.5	Investmentintermediäre .....	30
2.4.1.6	Investmentgesellschaften .....	31
2.4.1.7	Allgemeine Konditionen des Kapitalmarktes .....	32
2.4.2	Versicherungsgesellschaften.....	35
2.4.3	Pensionsfonds und Gesundheitskassen .....	38
2.4.4	Andere Finanzinstitutionen.....	40
<b>3</b>	<b>GESCHÄFTSBANKAKTIVITÄTEN.....</b>	<b>42</b>
<b>3.1</b>	<b>Bilanz der Geschäftsbanken.....</b>	<b>42</b>
3.1.1	Aktiva .....	42
3.1.2	Passiva .....	46
<b>3.2</b>	<b>Verwaltung der Aktiva .....</b>	<b>48</b>

3.3	Verwaltung der Passiva .....	53
3.4	Effizienz des bulgarischen Bankensystems .....	54
<b>4</b>	<b>STAATSVerschuldung.....</b>	<b>57</b>
4.1	Historische Entwicklung .....	57
4.2	Vereinbarung mit dem Londoner Club von 1994 .....	59
4.3	Schuldeninstrumente für den Inlandsmarkt .....	61
4.4	Dynamik und Struktur der Staatsverschuldung .....	64
4.4.1	Dynamik und Struktur der inländischen Staatsverschuldung .....	64
4.4.2	Dynamik und Struktur der ausländischen Staatsverschuldung .....	65
<b>5</b>	<b>WÄHRUNGSRAT.....</b>	<b>67</b>
5.1	Spezifische Merkmale des bulgarischen Währungsrates .....	68
5.2	Vorteile des Currency Board .....	71
5.2.1	Konvertibilität .....	71
5.2.2	Makroökonomische Disziplin .....	72
5.2.3	Vertrauen in das Geldsystem, Handelsförderung, Investment und Wachstum.....	73
5.3	Nachteile des Currency Board .....	74
5.3.1	Transformationsproblem.....	74
5.3.2	Abstimmungsproblem.....	76
5.3.3	Krisenproblem.....	77
5.3.4	Politisches Problem der Akzeptanz des Currency Board.....	78
<b>6</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK.....</b>	<b>80</b>
6.1	Bewertung .....	80
6.2	Die Kriterien von Stiglitz.....	81
6.3	Perspektiven.....	82
	<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>84</b>

## **Abkürzungsverzeichnis**

<b>Aufl.</b>	Auflage
<b>BBS</b>	Bulgarisches Bankensystem
<b>BB-Sofia</b>	Bulgarische Börse-Sofia
<b>BCC</b>	Bank Consolidation Company
<b>BIP</b>	Bruttoinlandsprodukt
<b>bulg.</b>	Literaturquelle in bulgarischer Sprache
<b>bzw.</b>	beziehungsweise
<b>CEFTA</b>	Central European Free Trade Agreement
<b>DIF</b>	Deposit Insurance Fund
<b>DISCs</b>	Discount Bonds
<b>DSK</b>	Staatliche Sparkasse
<b>EBRD</b>	European Bank for Reconstruction and Development
<b>ECB</b>	Europäische Zentralbank (European Central Bank)
<b>et al.</b>	und andere (lat. et alii)
<b>EU</b>	Europäische Union
<b>EWU</b>	Europäische Währungsunion
<b>FLIRBs</b>	Front Loaded Interest Reduction Bonds
<b>Hrsg.</b>	Herausgeber
<b>IABs</b>	Interest Arrears Bonds
<b>inkl.</b>	inklusive
<b>IWF (IMF)</b>	Internationaler Währungsfonds (International Monetary Fund)
<b>LIBOR</b>	London Inter-Bank Offered Rate
<b>min.</b>	Minimum
<b>Mio.</b>	Millionen
<b>Mrd.</b>	Milliarden
<b>Nr.</b>	Nummer
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development
<b>RGW</b>	Rat für gegenseitige Wirtschaftshilfe
<b>ROA</b>	return on assets
<b>ROE</b>	return on equity
<b>S.</b>	Seite(n)
<b>WKM II</b>	Wechselkursmechanismus II
<b>z. B.</b>	zum Beispiel

## **Verzeichnis der Abbildungen und Tabellen**

### ***Verzeichnis der Abbildungen***

<i>Abbildung 1:</i> Quotient der Aktiva der BBS.....	22
<i>Abbildung 2:</i> Anteil der Verbindlichkeiten und Forderungen gegen Nichtkreditinstitute als Prozent der gesamten Aktiva.....	23
<i>Abbildung 3:</i> Entwicklung des Zins-Spread.....	26
<i>Abbildung 4:</i> Staatsverschuldung.....	58

### ***Verzeichnis der Tabellen***

<i>Tabelle 1:</i> Zahl der Geschäftsbanken nach Kategorien.....	16
<i>Tabelle 2:</i> Aktiva und Passiva des BBS, makroökonomische Indikatoren.....	21
<i>Tabelle 3:</i> Konzentrationsgrad im bulgarischen Bankensektor (1991-2000).....	25
<i>Tabelle 4:</i> Standards des amtlichen Marktes der BB-Sofia.....	28
<i>Tabelle 5:</i> Anzahl der Investmentintermediäre (inkl. der Geschäftsbanken).....	31
<i>Tabelle 6:</i> Indikatoren der BB-Sofia.....	33
<i>Tabelle 7:</i> Struktur des Versicherungssektors.....	36
<i>Tabelle 8:</i> Das gesamte Einkommen aus Versicherungsprämien des Versicherungssektors.....	37
<i>Tabelle 9:</i> Makroökonomische und Versicherungsindikatoren.....	37
<i>Tabelle 10:</i> Nettogewinn, Aktiva und Rücklagen des Versicherungssektors.....	38
<i>Tabelle 11:</i> Bilanzen der Geschäftsbanken.....	43
<i>Tabelle 12:</i> Quotienten der Bankeneffizienz.....	55
<i>Tabellen 13 und 15:</i> Emissions-Department.....	69
<i>Tabellen 14 und 16:</i> Banking-Department.....	69
<i>Tabelle 17:</i> Emissions-Department.....	70
<i>Tabelle 18:</i> Banking-Department.....	70
<i>Tabelle 19:</i> Emissions-Department.....	71



## 1 Einleitung und Fragestellung

Seit dem Zusammenbruch des sowjetischen Machtsystems findet in Bulgarien und den anderen ehemaligen sozialistischen Staaten eine Transformation statt. Transformation<sup>1</sup> ist ein sich auf das gesamte Gesellschaftssystem erstreckender Wandel, in dessen Verlauf die Teilsysteme Politik, Kultur, Wirtschaft, Soziales und Persönlichkeit, mithin die kollektive Identität einer grundlegenden Veränderung unterworfen sind (Schulz-Nieswandt 1997:70). Dabei unterscheiden sich die osteuropäischen Transformationen erheblich von anderen Transformationen nach 1945 – Westeuropa, Japan, Iberische Halbinsel, Lateinamerika (Segbers 1997:260).

Bulgarien und noch weitere neun mittel- und osteuropäische Staaten führen seit einigen Jahren Verhandlungen zur Aufnahme in die Europäische Union (EU). Gut entwickelte und stabile Finanzsysteme sind entscheidend für die Konvergenz und die erfolgreiche Integration der mittel- und osteuropäischen Beitrittsländer in die EU und später in die Europäische Währungsunion (EWU) (Deutsche Bank Research 2002:3).

Unter einem Finanzsystem wird die Gesamtheit der Angebots- und Nachfragebeziehungen im Finanzdienstleistungsmarkt verstanden (Schmidt 1996:1). Die Institutionen, die in den Prozess der Ersparnissammlung und Investitionsdurchführung intervenieren, stellen einen wesentlichen Bestandteil des Finanzsystems dar. Das System vereinheitlicht sowohl die spezialisierten Finanzdienstleistungen dieser Institutionen als auch finanzielle Vorgänge im Realsektor der Wirtschaft, die mit oder ohne der Intermediation des Finanzsektors durchgeführt werden können. Somit sind alle finanziellen (d. h. zeitübergreifenden und risikoverändernden) Beziehungen im Finanzsystem enthalten.

Die Finanzintermediäre sind für die Wirtschaft insofern von großer Bedeutung, als sie mit ihrer Vermittlungsfunktion die Ersparnisse von Wirtschaftssubjekten sammeln und Kapital durch eine Betrags-, Fristen-, Informations- und Risikotransformation für Investitionen zur Verfügung stellen (Bitz 1993:26 ff.)

Die Angebots- und Nachfragebeziehungen im Finanzsystem basieren offensichtlich auf finanziellen Vorgängen, zeigen aber zugleich Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten auf finanzielle Entscheidungen. Die finanziellen Beziehungen bestimmen beispielsweise nicht nur wie sich die Unternehmen finanzieren, sondern auch wie Unternehmensentscheidungen beeinflusst bzw. kontrolliert werden. Durch geeignete Anreiz-, Kontroll-

---

<sup>1</sup> Transformation wurde ursprünglich als Problem eines einfachen Systemwechsels der grundlegenden Ordnung von der Plan- zur Marktwirtschaft, von der Ein- zur Mehrparteiendemokratie gesehen. Vgl. dazu Lehmann (1993).



und Vertrauensmechanismen werden in einem Finanzsystem hohe Ersparnisse mobilisiert und eine Ressourcenallokation, die hoch qualitative Investitionen ermöglicht, erreicht (Krahen/Schmidt 1994: 16 ff. und 22 ff.). Diese Mechanismen sollen weiterhin zur Etablierung der Funktionsfähigkeit und zur Stabilität des Finanzsystems beitragen. Die regulatorischen Rahmenbedingungen und die institutionelle Struktur des Finanzsektors sind wichtige Faktoren für die funktionelle Effizienz und für die Stabilität des Finanzsystems.

Das bulgarische Finanzsystem wurde von 1945/46 bis 1989 der Planwirtschaft angepasst. Das Bankensystem war einstufig. Die Zentralbank übernahm auch die Funktionen der Geschäftsbanken. Es gab keinen Kapitalmarkt, keine Pensions- und Krankenkassen oder andere Finanzintermediäre (BNB Jahresbericht 1990: 49). Die Rolle des Geldes als Zahlungsmittel war begrenzt. Im Unterschied zu den kapitalistischen Ökonomien, wo die Ressourcen durch die ökonomischen Agenten, die über Geld verfügen, gelenkt werden, haben in den ehemaligen sozialistischen Ländern die Zentralplaner über die Einsetzung der Produktionsmittel entschieden und nicht z.B. die Unternehmen, die über Geld verfügten (Stiglitz 1992:161).

Obwohl Veränderungsschritte bei der Regulierung des Finanzsystems schon seit Anfang der Neunzigerjahre unternommen wurden, hat ein Deregulierungsprozess erst nach der schweren Banken- und Finanzkrise von 1996/97 begonnen. Die schwache wirtschaftliche Performance während der ersten Hälfte der Neunzigerjahre mündete in die schwerste Banken- und Finanzkrise in Bulgarien nach dem Zweiten Weltkrieg. Der Bankensektor wurde durch die Krise am stärksten betroffen. Die Vergabe von uneinbringbaren Krediten, schlechtes Bankmanagement, schlechte Bankenaufsicht, hohe Preissubventionen, ineffiziente Produktion, Veruntreuung von Geldern und hohe Staatsverschuldung waren die Hauptgründe für die Krise. Die Bankenkrise führte zur Schließung von 17 Banken, also fast einem Drittel aller Banken (ECB 2001:1).

Nach der Überwindung der Krise wurde in Bulgarien am 1.07.1997 ein *Currency-Board-Regime* (Währungsrat) eingeführt, womit eine Stabilisierung des Finanzsystems einher ging. Von 1997 bis 2000 fand die Privatisierung im Finanz- und Realsektor statt. Über 80% der Aktiva des Bankensektors befanden sich 2001 im Besitz ausländischer Banken. Es wurden auch viele neue Gesetze zur Stärkung des bulgarischen Finanzsystems verabschiedet. Die Anforderung an das bulgarische Finanzsystem liegt darin, die Wettbewerbsfähigkeit der bulgarischen Unternehmen im Finanzsektor und im Realsektor der Wirtschaft zu verbessern.

Trotz der Fortschritte, die in den letzten Jahren gemacht wurden, stellte die Europäische Kommission in ihrem Regelmäßigen Bericht (2001:28) fest: "Bulgarien hat eindeutig weitere Fortschritte auf dem Weg zu einer funktionierenden Marktwirtschaft erzielt. Das Land ist aber noch nicht in der Lage, dem Wettbewerbsdruck und den Marktkräften in der Union mittelfristig standzuhalten."

Stiglitz (1992:163) erfasste acht Funktionen, die von den Finanzinstitutionen in einer Marktwirtschaft ausgeführt werden:

- 1) Management der gesetzlichen Zahlungsmittel.
- 2) Transferieren der Ersparnisse der Einleger in Investitionen.
- 3) Zusammensetzen von kleinen Ersparnissen zur Finanzierung größerer Projekte.
- 4) Entscheidung über Projekte, damit das beste Projekt gewählt wird.
- 5) Überwachung der zweckmäßigen Verwendung der Gelder.
- 6) Geltendmachung der Kreditverträge, um die Rückzahlung der Kredite zu sichern.
- 7) Definieren der Beteiligung von Kreditgebern und Kreditnehmern am Kreditrisiko.
- 8) Risikominimierung durch Schaffung von Methoden für Diversifizierung des Investmentrisikos.

Keine dieser Funktionen war dem Finanzsystem in der Planwirtschaft übertragen. Da das Geld beschränkt auch als Tausch- und Zahlungsmittel verwendet wurde, übten die sozialistischen Finanzsysteme die erste Funktion – das Management der gesetzlichen Zahlungsmittel – nur teilweise aus. Die anderen sieben Funktionen, die mit Investmententscheidungen verbunden sind, wurden von den Zentralplanern durchgeführt, die andere Kriterien als die Risikoeinschätzung und die Erzielung von Profit bei ihren Entscheidungen in Betracht zogen (Stiglitz 1992:164 f.).

Erst beim Aufbau des Finanzsystems nach 1989 wurde Bulgarien mit der Errichtung von institutionellen Strukturen, die diese Funktionen ausüben, konfrontiert. Obwohl die Funktionen der Finanzsysteme in den kapitalistischen Ländern gleich sind, gibt es strukturelle Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Zum Beispiel sind die Banken in Deutschland und Japan enger mit den Unternehmen aus dem Realsektor als in den USA verbunden. Dies reflektiert die kulturellen und historischen Traditionen.

Während aller Phasen der Transformation in Bulgarien werden wichtige Entscheidungen in Bezug auf Design und Struktur der Finanzinstitutionen getroffen, aber bekanntlich gilt *"history does matter"* (Stark 1992a/b). Die in früheren Phasen getroffenen Entscheidungen beeinflussen die spätere Entwicklung der Finanzinstitutionen. Deswegen ist es sehr wichtig, wie sich die Finanzinstitutionen im Laufe der Zeit entwickeln.

Auf Grund dieser Schilderung schließt sich folgende Fragestellung an:

*Hat die Transformation im bulgarischen Finanzsektor zur Effizienz und Stabilität des Finanzsystems geführt?*

Um diese Frage zu beantworten, soll die Entwicklung des bulgarischen Finanzsystems seit Beginn der Transformation Ende 1989 analysiert werden. Im Rahmen der Arbeit werden folgende Aspekte des bulgarischen Finanzsystems dynamisch betrachtet:

- die rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen,
- die institutionelle Struktur des Finanzsektors,
- die Intermediationsfunktion des Finanzsektors,
- der Finanzierungsprozess des öffentlichen und privaten Sektors und
- der Einfluss und die Kontrollbeziehungen im Finanzsystem.

Die Arbeit gliedert sich in fünf Kapitel:

Am Anfang erfolgt eine dynamische Strukturanalyse des Finanzsektors in Bulgarien. Zunächst wird auf die Organisation der Zentralbank und die Aufsicht im bulgarischen Bankensektor eingegangen. Danach werden die Charakteristika und die Dynamik der Finanzinstitutionen und -märkte im Einzelnen untersucht. Anschließend werden die Strukturveränderungen im bulgarischen Finanzsystem erläutert. Ausgangspunkt des dritten Kapitels ist die Intermediationsfunktion der Geschäftsbanken. Dabei werden die Auswirkungen des Managements der Aktiva und Passiva der Geschäftsbanken auf die Transformationsfunktion und auf die Ressourcenallokation verdeutlicht. Im Rahmen des vierten Kapitels wird die Dynamik und die Struktur der Staatsverschuldung dargestellt. Die spezifischen Merkmale des bulgarischen Währungsrates werden im fünften Kapitel behandelt. Es werden auch die Vor- und Nachteile des Currency Board anhand des Untersuchungsrahmens von Williamson analysiert.

Die Arbeit schließt mit einer Gesamtbewertung der Entwicklung des bulgarischen Finanzsystems im Zuge der Transformation. Es wird auch überprüft, inwieweit das heutige bulgarische Finanzsystem, die von Stiglitz definierten Funktionen einer funktionsfähigen Marktwirtschaft ausüben kann. Abschließend wird noch der Einfluss der EU auf die Gesetzgebung sowie auf die mit dem Beitritt Bulgariens in die EU verbundenen Perspektiven beleuchtet.

## **2 Struktur des bulgarischen Finanzsystems**

### **2.1 Stellung der bulgarischen Zentralbank**

#### **2.1.1 Struktur und Organisation der Zentralbank**

Die bulgarische Zentralbank (BNB) ist eine der jüngsten in Europa. Sie wurde 1879 nach der Befreiung von der Türkischen Herrschaft gegründet. Ihre Struktur wurde mehrmals geändert. Von 1947 bis 1990 funktionierte die Bulgarische Nationalbank einerseits als staatliche Zentralbank, die das ganze Bankensystem unmittelbar regulierte, andererseits als universelle Geschäftsbank, die alle Bereiche der Volkswirtschaft kreditierte (Miller/Petranov:56). Ab dem 1. Januar 1990 agiert sie nur als Zentralbank. Zwischen 1990 und 1997 bestand die Führung der Zentralbank aus dem Managing Board und dem Plenary Council. Die Größe des Plenary Council variierte zwischen 13 und 15 Mitgliedern. Der Managing Board setzte sich aus 9 Personen zusammen. Der Präsident der BNB war gleichzeitig Vorsitzender der beiden Gremien. In dieser ersten Phase der Transformation spielte die formelle Amtszeit der Mitglieder der beiden Gremien keine große Rolle. Manche Mitglieder der beiden Gremien blieben nur sehr kurz im Amt (BNB Jahresberichte 1990-1996). Neben den beruflichen Qualifikationen spielten die persönlichen Beziehungen sowie die politische Zugehörigkeit der Mitglieder für die Dauer ihrer Amtszeit eine entscheidende Rolle. Mit der Einführung des Währungsrates 1997 wurde die Zentralbank neu organisiert: Der Plenary Council wurde abgeschafft und innerhalb des Managing Board fand eine Umstrukturierung statt. Die Zentralbank wird seitdem von ihrem Präsidenten und dem Managing Board verwaltet. Zum Vorstand gehören sieben Mitglieder: der Präsident, drei Vizepräsidenten und noch drei zusätzliche Mitglieder, die weder in der BNB noch in einer anderen Bank tätig sind (BNB Jahresbericht 1997:4 f.). Der Präsident sowie die drei Vizepräsidenten werden vom bulgarischen Parlament für eine Amtszeit von sechs Jahren gewählt. Die restlichen drei Mitglieder des Managing Board ernennt der Staatspräsident ebenfalls für sechs Jahre. Um die BNB vor politischem Einfluss zu schützen, wurde im Zentralbankgesetz verankert, dass die Mitglieder des Vorstands nur im Falle einer Vernachlässigung des Amtes oder Amtsvergehen mit einem Parlamentsbeschluss entlassen werden können (Miller/Petranov 2001:56 f.).

Der Präsident der BNB ist für die Organisation, Führung und Überwachung der Aktivitäten der BNB verantwortlich. Er repräsentiert die BNB im In- sowie im Ausland und

ist zugleich Vorsitzender des Managing Board. Im Zuge der Reorganisation der Bank im Jahr 1997 wurden drei Departments eingerichtet: das Emissions-Department, das Banking-Department und das Bankenaufsichts-Department. Jedes dieser Departments wird von einem der Vizepräsidenten geleitet (BNB Jahresbericht 1997:115-118).

### **2.1.2 Unabhängigkeit der BNB und politische Unterstützung für den Währungsrat**

Die BNB ist eine sehr wichtige Institution für den bulgarischen Finanzsektor. Schon seit ihrer Gründung im Jahre 1879 gab es Perioden, in denen sie wiederholt Kontroversen über ihre Unabhängigkeit von der Regierung ausgesetzt war. In den Zwanzigerjahren des 20. Jahrhunderts wuchs ihre Unabhängigkeit. Dieser Zeit relativer Unabhängigkeit folgte eine Periode wachsender Abhängigkeit in den Dreißigerjahren (Avramov 1999). Während des Realsozialismus von 1944 bis 1989 wurde die BNB von der Regierung und der Bulgarischen Kommunistischen Partei kontrolliert. Bis 1997 versuchten ohne Ausnahme alle Regierungen in alter Tradition auf die Entscheidungen der BNB Einfluss zu nehmen. Die Zentralbank war *de jure* unabhängig, *de facto* war sie es nicht. Die Abhängigkeit der BNB von den Regierungen war auch ein hauptsächlicher Grund für die Banken- und Finanzkrise von 1996/97.

Im Zeitraum von April 1997 bis Juni 2001 stand Bulgarien unter der Regierung der Union der Demokratischen Kräfte. Die am 1. Juli 1997 gewählte BNB-Führung verhielt sich ausgesprochen kooperativ mit der Regierung Kostovs. Seit dem Regierungswechsel am 17. Juni 2001 ist dies nicht mehr der Fall.<sup>2</sup> Es kommt oft zur gegenseitigen Kritik. Die neue Regierung versucht Druck auf die BNB-Führung auszuüben, um ihre Entscheidungen zu beeinflussen.<sup>3</sup> Mit der Einführung des Währungsrates (Currency Board) sind die Einflussmöglichkeiten der Regierung beschränkt, da die Zentralbank praktisch die Geldpolitik nicht bestimmen kann.<sup>4</sup>

Das Currency Board bietet kaum Spielraum für diskrete geldpolitische Maßnahmen. Deswegen ist nicht die Unabhängigkeit, sondern die Regierungsunterstützung des Währungsrates von Bedeutung. Dies drückt sich in der Unterstützung der Geldpolitik des Währungsrates aus.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> Interview mit dem Präsidenten der BNB Svetoslav Gavrijski in der Zeitung "Pari" vom 7.02.2002, S. 1.

<sup>3</sup> Pari, 15.02.2002, S. 1.

<sup>4</sup> Die BNB kann nur die Höhe der Mindestreserven der Geschäftsbanken bestimmen.

<sup>5</sup> Siehe hierzu mehr im Abschnitt 5.3.4.

Eine effektive makroökonomische Politik verlangt eine gute Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Die Existenz des Währungsrates und seiner Geldpolitik ändert nichts an dieser Voraussetzung. Die neue, politisch unerfahrene Regierung in Bulgarien scheint diese goldene Regel vergessen zu haben. Um ihre Wahlversprechungen zu erfüllen, versuchte sie bei den Verhandlungen mit dem IWF im Spätsommer 2001 ihre Interessen durchzusetzen<sup>6</sup>, indem sie das Defizit um mehr als 3% des BIP erhöhen wollte. Die Regierung beabsichtigte, falls sie keine Kredite vom IWF bekommen sollte, das Staatsdefizit mit Krediten aus den Kapitalmärkten zu finanzieren. Inzwischen konnte sich die Regierung nicht durchsetzen und hat die IWF-Anforderungen akzeptiert.<sup>7</sup>

Währungsrat-Systeme sind immer Objekt von möglichen Spekulationen, wenn die Bevölkerung erwartet, dass der Wechselkurs geändert oder das System stabiler Wechselkurse völlig aufgegeben wird. Trotz der vorhandenen Währungsreserven in der BNB könnten spekulative Attacken die Finanzstabilität Bulgariens gefährden. Deswegen ist eine Unterstützung des Währungsrates seitens der bulgarischen Regierungen von entscheidender Bedeutung, damit spekulative Attacken gedämpft werden. Die BNB sowie die politische Führung Bulgariens müssen sich in dieser Frage konstruktiv verhalten (Miller/Petranov 2001,67).

Zusammenfassend bleibt festzustellen, dass die bulgarische Zentralbank keinesfalls unabhängig ist. Trotz des Widerstands der neuen bulgarischen Regierung gegen die restriktive Geldpolitik des Währungsrates im September/Oktober 2001 gibt es eine breite politische Unterstützung für den Währungsrat seitens aller Parteien in Bulgarien, was eine Garantie für die Finanzstabilität ist.<sup>8</sup>

### **2.1.3 Rolle und Aufgaben der bulgarischen Zentralbank**

Die bulgarische Zentralbank spielt die zentrale Rolle im Finanzsystem Bulgariens. Nach dem Zusammenbruch des Sozialismus wurde sie Anfang der Neunzigerjahre reformiert. Im Juni 1991 verabschiedete das Parlament das Gesetz über die bulgarische Zentralbank, das die legale Basis für die Funktion der BNB in der Marktwirtschaft schuf (BNB Jahresbericht 1991:68 ff.). Nach diesem Gesetz sollte die BNB als traditionelle Zentralbank die Geldpolitik bestimmen. Mit der Aufnahme des Währungsrats trat auch ein neues Zentralbankgesetz in Kraft. Die BNB konnte nach dem neuen Gesetz nicht mehr

---

<sup>6</sup> Interview mit dem deutschen Politologen Dr. Heinz Brahm über die Politik der neuen bulgarischen Regierung (Deutsche Welle, Köln, 13.09.2001) in: Wirtschaftsblatt Nr. 9-10/September-Oktober, S. 10.

<sup>7</sup> Pari, 1.03.2002, S. 4.

<sup>8</sup> Dnevnik, 31.01.2002.

die Geldpolitik bestimmen, somit wurde ihre Rolle enorm beschränkt. Ihre Aufgaben nehmen sich wie folgt aus:

- Die Hauptaufgabe der BNB besteht in der Sicherung der Stabilität der bulgarischen Währung durch Geld- und Kreditpolitik sowie darin, die Etablierung und Erhaltung von effizientem Zahlungsmechanismus zu unterstützen.
- Nur die BNB besitzt das exklusive Recht, Banknoten in Bulgarien zu emittieren.
- Die BNB reguliert und überwacht die Aktivitäten der Geschäftsbanken in Bulgarien, um die Stabilität des Bankensystems sowie den Schutz der Einleger zu sichern. (Miller/Petranov 2001:53)

Stabilität der bulgarischen Währung bedeutet äußere und innere Stabilität. Die innere Stabilität wird normalerweise erreicht, wenn die Inflation im Lande durch Regulation der Kreditvergabe und Geldmenge kontrolliert und die Währung als Tauschmittel akzeptiert wird. Um die bulgarische Währung als Tauschmittel in Bulgarien durchzusetzen, hatte der Ministerrat im Februar 1991 die Verordnung Nr. 15 erlassen. Nach ihr war die Nutzung ausländischer Währungen, wie beispielsweise des US-Dollar oder der DM, für Transaktionen im Inland verboten.<sup>9</sup> Noch wichtiger für die Fähigkeit der Lewa, als internes Transaktionsmittel zu dienen, ist die Existenz eines gut funktionierenden Währungsmarktes, der die Wünsche nach Transaktionen in harten Währungen dämpft. Trotz der hohen Inflation Anfang der Neunzigerjahre wurde die Lewa als Transaktionsmittel akzeptiert. Das war in den ersten Jahren der Transformation schon eine große Leistung (Miller/Petranov 2001:54).

Die externe Stabilität einer Währung hängt von der Erreichung eines stabilen Wechselkursniveaus ab. In der ersten Phase der Transformation stellte dies die wichtigste Aufgabe der Bulgarischen Zentralbank dar. Die Erfolge waren nur kurzfristig. Mit der Freigabe der Preise im Februar 1991 wurde die Lewa für viele interne Transaktionen benutzt. Der Preis per US-Dollar schwankte in 1991 zwischen 15 und 22 BGL (BNB Jahresbericht 1991:53). Zwischen dem Frühjahr 1992 und Herbst 1994 gab es keine großen Fluktuationen. Der Dollarkurs stieg von 22 auf 26 Lewa per Dollar. Die erste große Entwertung der Lewa geschah im Frühjahr 1994. Bis zum Sommer 1994 stieg der Wechselkurs bis auf 54 Lewa per Dollar, was eine Entwertung von über 50% der Währung im Vergleich zum Vorjahr bedeutete (BNB Jahresbericht 1994: 80). In den folgenden zwei Jahren kam es zu einer weiteren Devaluation der Lewa: Im Frühjahr 1996 ko-

---

<sup>9</sup> Diese Restriktion wurde 1999 außer Kraft gesetzt, als die Lewa an Vertrauen gewonnen hat.

stete ein US-Dollar schon 74 BGL. Zu diesem Zeitpunkt brach die echte Finanzkrise aus. Die Zentralbank war nicht mehr in der Lage, den Sturz der Lewa zu verhindern. Zwischen Dezember 1996 und Anfang Januar kostete ein US-Dollar mehr als 3000 BGL, bevor der Wechselkurs auf ca. 1500 BGL zurückfiel (BNB Jahresbericht 1997:84). Die Unfähigkeit der BNB, die äußere Stabilität der Lewa zu bewahren, hatte die Einführung des Currency Board am 1. Juli 1997 zur Konsequenz.

Die zweite Aufgabe der BNB ist das Emittieren und Einzug von Banknoten. Bis Ende 2000 gab es ca. 2 Mrd. Lewa im Umlauf. Die Aufmerksamkeit wird oft auf die Geldmenge gerichtet, wenn es um die Bekämpfung der Inflation, die Stabilisierung des Wechselkurses oder die Steigerung des Wirtschaftswachstums geht. Seit der Etablierung des Währungsrates kann die BNB nur sehr begrenzt Geld emittieren. Vor 1997 betrieb die Zentralbank eine expansive Geldpolitik, welche die Preise steigen ließ. Auf Grund der hohen Inflation in den ersten Jahren der Transformation änderte man die Banknoten mehrmals. Die kleinen Banknoten vor der Wende 1989 wurden durch größere Banknoten ersetzt. Am 5. Juli 1999 fand eine Denominierung statt und die neue Lewa wurde eingeführt. Eine neue Lewa entspricht 1000 alten Lewa (Investment Guide for Southeast Europe:36).<sup>10</sup> Die größeren Banknoten aus der Inflationszeit wurden durch kleinere Banknoten ersetzt, und die Stotinka, die ihre Bedeutung während der Inflation verloren hatte, wurde wieder eingeführt. In Wirklichkeit hatte die Denominierung der Lewa keine wirtschaftliche Bedeutung. Ziel der Denominierung war die einfachere Nutzung der Lewa als Zahlungsmittel, da die Preise verständlicher wurden. Außerdem konnte man die Lewa leichter mit der DM vergleichen (Miller/Petranov 2001:55).

Eine weitere wichtige Aufgabe der BNB bestand in der Regulation und Aufsicht der Geschäftsbanken. Überall auf der Welt ist die Überwachung der Banken von größerer Bedeutung als in anderen Wirtschaftsbereichen und Aktivitäten. Die Bankenaufsicht ist deshalb so wichtig, weil die Banken hauptsächlich mit Fremdkapital operieren und die Bankenkunden Sicherheit für ihr eingelegtes Kapital gegen Missmanagement seitens der Banken verlangen. Da die Geschäftsbanken die zentrale Rolle bei der Allokation der Finanzressourcen spielen, könnten die negativen Effekte einer Bankenkrise schnell zu einer Finanzkrise wie in 1996/97 führen (Miller/Petranov:55). Dies unterstreicht noch einmal, wie wichtig die Bankenaufsicht ist. In Bulgarien sollte nicht nur die Zentralbank die Geschäftsbanken überwachen. Anfang der Neunzigerjahre gab es Pläne zur Errichtung einer Aufsichtsagentur außerhalb der BNB. Da es an gut ausgebildetem Bankper-

---

<sup>10</sup> Ausführlicher hierzu im BNB Jahresbericht 1999, S. 20.



sonal mangelte, entschied man, dass die Geschäftsbankenaufsicht alleinige Aufgabe der BNB bleibt (Stratev 1992). In den ersten Transformationsjahren hatte die Bankenaufsicht keine große Bedeutung. Der Aufsichtspersonal war sehr schlecht ausgebildet und das Abrechnungssystem in Bulgarien nur mangelhaft. Im Juni 1995 wurden die Anforderungen für die Abrechnung verschärft. In diesem Jahr zeichnete sich schon die kommende Bankenkrise ab (Chaillié 1996:35). Die BNB als Regulator war nicht in der Lage, die Krise des Bankensystems zu verhindern, so dass es zu der schweren politischen und finanziellen Krise in 1996/97 kam.

Die Richtlinien über die Funktion der BNB als Regulator der Geschäftsbanken sind im Gesetz der BNB verankert. Zu Beginn der Transformation wurden die Aufgaben der Zentralbank im Gesetz über Banken- und Kreditaktivitäten 1992 sorgfältig ausgeführt. Nach diesem Gesetz war die Zentralbank bevollmächtigt, Lizenzen für Bankoperationen zu vergeben oder zu entziehen. Sie konnte auch die Geschäftsbanken inspizieren (BNB Jahresbericht 1992:113 f.). Im Laufe der Zeit erwies sich das Gesetz über Bank- und Kreditaktivitäten als vollkommen unzulänglich. Mit der Errichtung des Währungsrates in Juni 1997 wurde auch ein neues Gesetz über die Banken verabschiedet. Nach diesem neuen Gesetz kann die Zentralbank die Geschäftsbanken besser überwachen und die Lizenzen von Banken leichter entziehen. Nach dem früheren Gesetz über Bank- und Kreditaktivitäten konnte die BNB die insolventen Geschäftsbanken auf Grund schlepender Gerichtsverfahren nur schwer überwachen. So hatte das Management der betreffenden Banken genug Zeit, Teile der Aktiva zu veruntreuen (Chaillié 1996).

Trotz der oben erwähnten Verbesserungen im neuen Gesetz gibt es noch weitere Probleme. Gerät eine Bank in Insolvenz, wird der ganze Insolvenzprozess vom Gericht kontrolliert, und die Zentralbank spielt eine Nebenrolle. Es sind schon Vorschläge gemacht worden, die Aufsichtsabteilung der Zentralbank die Kontrolle beim Verkauf der Aktiva und die Zurückzahlung von Krediten der betreffenden Banken, als Teil des Insolvenzverfahrens, zu übernehmen. In Bezug auf die Übernahme des *Aquis* wurde das Bankgesetz von 1997 weiter harmonisiert und im Juni 1999 geändert (BNB Jahresbericht 1999: 90). Da die Bankenaufsicht vor und nach der Banken- und Finanzkrise sehr unterschiedlich ist, wird diese Problematik im nächsten Abschnitt ausführlicher behandelt.

## 2.2 Bankenaufsicht

### 2.2.1 Aufsicht vor der Bankenkrise

Die Politik des *Laisser-faire* der BNB, welche bis Anfang des Jahres 1996 keine Sanktionierung unternahm, hat definitiv zu einem umfangreichen *Moral Hazard* unter den Geschäftsbanken beigetragen. Auf Grund der Zentralbankpolitik konnten die Banken den Eindruck gewinnen, dass es um jeden Preis einen *Bail-out* geben wird, um eine Bankenschließung zu verhindern. Dementsprechend versuchte die Mehrheit der Banken durch hochspekulative Geschäfte und risikoreiche Operationen, zum einen höhere Gewinne zu erzielen oder zum anderen die drohenden Kreditausfälle zu kompensieren (Chaillié 1996:34).

Da die Bankenaufsicht der BNB bereits in der Vergangenheit über genaue Informationen hinsichtlich der Entwicklung des Bankensektors verfügte, ist das nachlässige Vorgehen der Zentralbank nicht auf fehlendes Datenmaterial zurückzuführen. Es fehlte jedoch der Wille, das Datenmaterial in Verbindung mit den Regelungen der Bankenaufsicht in restriktive Maßnahmen umzusetzen. Konkret sind der Bankenaufsicht der BNB folgende Vorwürfe zu machen:

- Zu viele neue Banken wurden auf dem kleinen bulgarischen Markt zugelassen. Auf Grund des geringen Marktanteils hätten viele Banken auch bei einer besseren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung unrentabel und unter erhöhtem Risiko gearbeitet.
- Die Verordnung Nr. 7 der BNB zur Gewährung von Großkrediten wurde bereits 1994 durch viele Banken nicht eingehalten. Fast alle Banken (mit Ausnahme der *Bulbank*) hatten das 16-fache ihrer Kapitalbasis an Großkredite vergeben, obwohl nur das 8-fache als Obergrenze erlaubt war.
- Acht von zehn staatlichen Banken, die die 1994 erhobene Kapitalanforderung von 800 Mio. BGL nicht erfüllen konnten, behielten dennoch ihre Volllizenz. Die BNB hätte in diesem Fall die Chance, die Kreditibilität ihrer Politik zu geringen Kosten zu unterstreichen, indem sie durch den einstweiligen Entzug der Volllizenz, einhergehend mit der Vergabe einer internen Lizenz, die betreffenden Banken zur Kapitalerhöhung zwingt. Auf diese Weise könnte die BNB ein eindeutiges Zeichen setzen, ohne dem bulgarischen Bankensystem (BBS) schwerwiegenden Schaden zuzufügen.

- Die Rettung der *Mineralbank* und der *Economik Bank* 1995 setzte falsche Anreize, da viele Banken davon ausgingen, dass ein *Bail-out* der notwendigen Maßnahme einer Schließung vorgezogen würde.
- Die Verordnung Nr. 8 zu den Eigenkapitalanforderungen der Geschäftsbanken wurde seit ihrem Bestehen missachtet. Das Verhältnis von Risikokapital zu Primärkapital war schon 1993 höher als das Verhältnis Risikokapital zur Kapitalbasis. Nach den *Baseler Richtlinien*, auf denen die Verordnung Nr. 8 basiert, sollte dieses Verhältnis umgekehrt sein, um die Verbundenheit zwischen Banken und anderen Unternehmen zu begrenzen. Das inverse Verhältnis von Kapitalbasis und Primärkapital aller bulgarischen Banken war ein Indiz für die außerordentliche Verflechtung von Banken und Unternehmen. Diese hätte schon vor Jahren beseitigt werden müssen.
- Die BNB versuchte, aus Angst vor dem Zusammenbruch des elektronischen Zahlungssystems im Falle einer Bankeninsolvenz und einem damit verbundenen Vertrauensverlust in das bulgarische Bankensystem, mit einer behutsamen Sanierung der Banken eine Bankenschließung zu verhindern. (Chaillié 1996:34 f.)

Abschließend ist festzuhalten, dass die BNB in vielen Bereichen ihrer Aufsichtspflicht nur ungenügend nachgekommen war. Allerdings konnte die Bankenaufsicht allein die Banken- und Finanzkrise von 1996/97 nicht verhindern. Die wegen Bankmissmanagements und fehlender Privatisierung entstandene Vielzahl an Kreditausfällen war – neben der latenten Überversorgung – die Hauptursache für die Krise.

### **2.2.2 Bankenaufsicht nach der Krise 1996/97**

Die Aktivität der Bankenaufsichts-Department wird nach 1997 von drei Hauptfaktoren bestimmt: der schweren Finanzkrise von 1996/97, dem Währungsrat und den damit verbundenen, die Bankenaufsicht betreffenden Veränderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen (BNB Jahresbericht 1997:115 ff.).

Anfang 1997 wurden 18 Banken unter spezielle Aufsicht gestellt. Mit dem Inkrafttreten des neuen Gesetzes der BNB von 1997 und dem Gesetz der Banken 1997 schuf man neue gesetzliche Rahmen für die Bankaktivitäten sowie eine neue Verordnungsbasis für die Bankenaufsicht (BNB Jahresbericht 1997:111).

Die neuen Eigenkapitalanforderungen der Verordnung Nr. 8 stellen hohe Kapitalanforderungen an die Geschäftsbanken. Das Minimum an Eigenkapital einer Geschäftsbank

beträgt seit 1997 10 Mrd. BGL (5 Mio. Euro). Die Anforderungen für das Primärkapital der Banken sind ebenfalls erhöht. Außerdem ist ein neuer Regulator – der Grad der Deckung der Aktiva – eingeführt, der nicht niedriger als 6% sein sollte. Diese Anforderungen entsprechen den *Baseler Richtlinien* sowie der Direktive Nr. 89/647/EEC der EU bezüglich der Zahlungsfähigkeit von Kreditinstitutionen (BNB Jahresbericht 1997:111).

Die neue Verordnung Nr. 9 schuf die gesetzliche Grundlage, um zum einen die Kredite der Geschäftsbanken mit ihrem aktuellen Ausfallrisiko zu bewahren und zum anderen gleichzeitig die Banken zur Rückstellung für ausfallbedrohte oder ausgefallene Kredite zu bewegen (BNB Jahresbericht 1997:112).

Die neue Verordnung Nr. 11 zur Verwaltung und Aufsicht über die Liquidität der Banken ist vereinfacht und basiert ganz auf der Bewertung der kurzfristigen Liquidität der Banken. Diese Verordnung akzentuiert auf das Informationssystem zur Überwachung der Liquidität der Banken. Solche ohne Liquiditätsschwierigkeiten präsentieren in der BNB monatlich Berichte über den Geldfluss. Falls eine Bank in eine Liquiditätskrise geraten sollte, wird sie vom Leiter des Aufsichts-Departments der BNB verpflichtet, wöchentlich oder täglich über ihre Liquidität zu berichten (BNB Jahresbericht 1997:112).

Das Bankgesetz änderte sich 1999 noch einmal. Damit wurde der gesetzliche Rahmen in Bezug auf die Anforderungen und Erweiterungen der Aufsichtsfunktionen der BNB geschaffen (BNB Jahresbericht 1999:90 f.).

Die Bankenaufsicht in Bulgarien hat sich nach der Banken- und Finanzkrise wesentlich verbessert. Dies trug zur Stabilität des Bankensektors bei. Trotz der erzielten Fortschritte muss die Bankenaufsicht in Bulgarien weiter verbessert werden.

## **2.3 Struktur des Geschäftsbankensektors**

### **2.3.1 Entstehung und Entwicklung des bulgarischen Bankensektors**

#### **2.3.1.1 Bankwesen bis 1989**

Das Bankwesen in Bulgarien ist eines der jüngsten in Europa. Nach der Befreiung von der Türkischen Herrschaft in 1978 wurden parallel zur Gründung der BNB auch die *Gemeinwohlskassen* und die *Agrarkassen* erneut ins Leben gerufen. Diese beiden Institutionen stellten die Weichen des bulgarischen Bankensystems. 1896 wurde die *Postsparkasse* gegründet, und 1903 wandelte man die *Agrarkassen* in die *Agrarbank* um.

Die bulgarische Hypothekbank wurde 1927 und zwei Jahre später die *Bulgarische Kreditbank* gegründet. 1934 fusionierte die *Bulgarische Agrarbank* mit der *Bulgarischen Zentralkooperativbank*. Alle der bisher erwähnten Banken waren staatlich geführt (BNB Jahresbericht 1990: 49).

Der Privatbankensektor entwickelte sich ebenfalls. Im Jahr 1906 operierten 35 Aktien-Deposit-Banken, darunter auch die ersten drei Banken mit ausländischem Kapital. Bis 1929 stieg die Zahl der Banken auf 137. Während der Weltwirtschaftskrise 1929-1933 sank ihre Zahl auf 82, Mitte 1934 gab es nur 34 Banken. Dieser Zustand blieb bis Ende des Zweiten Weltkrieges unverändert (BNB Jahresbericht 1990: 49).

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde das Bankwesen grundlegend verändert. 1947 fand die Nationalisierung der Industrie, der Minen und der Privatbanken statt. Von den damals funktionierenden Banken sind nur die BNB, die außer ihrer Emissionsfunktion auch das Kreditieren der Unternehmen übernommen hat, und die *Post-Kreditbank* geblieben. Zur Finanzierung der Investitionen wurde die *Bulgarische Investmentbank* gegründet.

Es folgten Jahre endloser und in den meisten Fällen eigenwilliger administrativer Veränderungen in der Struktur und den Funktionen des Bankensystems. Im Jahr 1951 wurde die *Post-Kreditbank* geschlossen. Ihre Tätigkeit übernahm die *Staatliche Sparkasse* (*Darjavna Spestovna Kassa* DSK). Die *Bulgarische Außenhandelsbank* (die heutige *Bulbank*), die die gesamten Devisenaktivitäten und Finanzbeziehungen des Landes mit dem Ausland übernommen hatte, wurde im Jahr 1964 gegründet. Nach der Schließung der *Bulgarischen Investmentbank* im Jahr 1967 führten die BNB und die DSK ihre Aktivitäten fort. 1969 wurden die speziellen Banken die *Bulgarische Industriebank* und die *Bulgarische Agrar- und Handelsbank* gegründet, jedoch ein Jahr später bereits wieder geschlossen. Die im Jahr 1981 neugegründete *Mineralbank* wandelte man im nächsten Jahr in die *Bank für Wirtschaftsinitiativen "Mineralbank"* um (BNB Jahresbericht 1990:50).

Bis Sommer 1987 existierten vier hoch spezialisierte Banken:

- die *Bulgarische Nationalbank* (BNB),
- die *Bulgarische Außenhandelsbank*,
- die *Staatliche Sparkasse* (DSK), die hauptsächlich die Ersparnisse und Kreditvergabe der Bevölkerung verwaltete, sowie
- die *Bank für wirtschaftliche Initiativen "Mineralbank"*, spezialisiert für Finanzieren und Kreditieren von kleineren und mittleren Unternehmen.

Über ein eigenes Filialnetz verfügten nur BNB und DSK. Die anderen beiden Banken sollten für ihre Aktivitäten das Filialnetz der BNB benutzen (BNB Jahresbericht 1990:50).

Die Reform des Jahres 1987 hatte zum Ziel, eine Teilliberalisierung der Bankaktivitäten herbeizuführen. Es wurden sieben neue Geschäftsbanken gegründet, die zusammen mit der *Bank für wirtschaftliche Initiativen "Mineralbank"* die Investitionsaktivitäten der Unternehmen aus dem Produktionsbereich bedienten. Neben ihrer Investitionsaktivität waren diese Banken spezialisiert, bestimmte Wirtschaftsbereiche zu versorgen.

### **2.3.1.2 Bankensystem von 1990 bis 1995**

Der Aufbau eines zweistufigen Bankensystems begann Ende 1989. Seit dem 1. Januar 1990, wie bereits im Abschnitt 2.1.1 erwähnt, agiert die BNB nur als Zentralbank. Einige Filialen der BNB wurden in selbständige regionale Geschäftsbanken umgewandelt. Die kleineren Filialen der BNB sind Filialen der neu entstandenen Banken oder der speziellen Geschäftsbanken geworden. Die schon existierenden sektorspezifischen Geschäftsbanken haben selbst ein eigenes Filialnetz in den Regionen aufgebaut, in denen sie langfristige Interessen haben. Sie wurden auch zu universellen Geschäftsbanken reorganisiert. Nach dieser Transformation sind in Bulgarien neben der BNB, DSK und der *Bulgarischen Außenhandelsbank* weitere 67 Geschäftsbanken entstanden (BNB Jahresbericht 1990:50).

Im Juni 1991 trat das Gesetz über die BNB in Kraft, das die Rolle, die Ziele sowie die Funktionen der BNB und der Geschäftsbanken regelte. Im Jahr 1992 wurde das Gesetz über die Banken- und Kreditaktivitäten verabschiedet. Dieses Gesetz gewährte den neuen staatlichen Banken mehr Autonomie. Doch es stellte sich bald heraus, dass diese autonomen, aber staatseigenen Kreditinstitute nicht effizient sind (Miller/Petranov 2001:11).

Die Regierung bzw. die BNB sah sich nicht nur auf Grund unzureichender Kapitalisierung gezwungen, einen Konzentrationsprozess herbeizuführen. Vor allem die mangelnde Erfahrung des Personals und des Managements im Bankengeschäft machte die Finanzintermediation der Banken unmöglich. So wurde 1993 die *Bank Consolidation Company* (BCC) gegründet, die als parastaatliche Institution den Staatsanteil an allen Banken kontrollieren sollte. Parallel dazu sollte die BCC die Konsolidierung des Bankensektors durch Fusion und Privatisierung der meisten der 66 Banken vorantreiben (Chaillié 1996:10). Bis Ende 1995 gingen aus diesen Konsolidierungsbemühungen

sechs große Geschäftsbanken hervor. Ferner wurden acht vor 1990 gegründete staatliche Banken unkonsolidiert weitergeführt.

Im Zuge der Transformation gründete sich seit 1990 zusätzlich eine Vielzahl von Privatbanken. 1996 gab es neben den 20 bulgarischen Privatbanken drei ausländische Vollbanken und drei Filialen ausländischer Banken. Damit verfügte Bulgarien im Jahr 1995 über insgesamt 44 Banken, die mehrheitlich privat waren. Bei der genauen Untersuchung der Kapitalisierung der Banken ergab sich jedoch ein anderes Bild. Mit 24,8 Mrd. BGL verfügte die *Bulbank* über 50% des gesamten Eigenkapitals des BBS (48,6 Mrd. BGL inkl. *Bulbank* 1995). Die Bilanzsumme der *Bulbank* betrug damals 220 Mrd. BGL und entsprach bei 636 Mrd. BGL Gesamtgeschäft einem Anteil von rund 35% des BBS (Chaillié 1996:11).

Am Anfang der Reformen wurden die ausländischen Banken nicht auf dem bulgarischen Markt zugelassen. 1994 eröffneten zwei ausländische Banken, die griechische *Xios Bank* (die heutige *Pireos Bank*) und die holländische *ING-Bank*, ihre Filialen in Sofia. Bis Ende 1995 wurden noch zwei Banken zugelassen, und drei weitere ausländische Banken haben die Volllizenz von der bulgarischen Regulationsbehörde erhalten, um neue Banken in Bulgarien gründen zu können. Die Aktivitäten aller ausländischen Banken wurden auf internationales *Settlement* begrenzt.

Tabelle 1: Zahl der Geschäftsbanken nach Kategorien

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Große Banken</b>	3	4	6	9	9	6	6	6	7	8
Staatliche Banken	3	4	6	9	9	6	5	4	4	2
Private Banken	0	0	0	0	0	0	1	2	3	6
Bulgarische Banken	3	4	6	9	9	6	5	4	4	2
Ausländische Banken	0	0	0	0	0	0	1	2	3	6
<b>Kleine und mittlere Banken</b>	75	76	34	29	28	19	22	20	20	19
Staatliche Banken	69	65	19	6	3	1	1	1	2	1
Private Banken	6	11	15	23	25	18	21	19	18	18
Bulgarische Banken	75	76	34	29	25	14	14	12	11	10
Ausländische Banken	0	0	0	0	3	5	8	8	9	9
Filialen ausländischer Banken	0	0	0	2	4	4	5	7	7	8
Sparkasse	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0
<b>Gesamtzahl</b>	<b>79</b>	<b>81</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>35</b>

Quelle: BNB, Die Geschäftsbanken in Bulgarien September 2000.

Da die ausländischen Banken in Bezug auf Reputation, internationale Kontakte und Erfahrung einen Vorsprung gegenüber den bulgarischen Banken haben, sind sie in der Lage, die bulgarischen Banken unter starken Wettbewerbsdruck zu setzen. Deswegen war es bis Mitte der Neunzigerjahre auch eine politische Frage, inwieweit die ausländischen Kreditinstitutionen auf dem bulgarischen Markt zugelassen werden sollten. Einerseits brachten sie Erfahrungen ein, andererseits brauchten die bulgarischen Banken mehr Zeit, um konkurrenzfähig zu werden. Eine unkontrollierte Zulassung ausländischer Banken hätte das Ende vieler bulgarischer Banken bedeuten können. Diese protektionistische Politik von 1991 bis 1995 war ein Kompromiss (Miller/Petranov 2001:13). Ausländische Banken wurden zugelassen, aber sie durften nur begrenzte Aktivitäten ausüben.

### **2.3.1.3 Krise und weitere Entwicklung des Bankensektors**

Die Hauptursachen für die Bankenkrise in Bulgarien waren die schlechte Entwicklung der realen Volkswirtschaft, die Überversorgung des bulgarischen Bankenmarktes sowie die Schwierigkeiten eines adäquaten risiko- und ertragsorientierten Bankenmanagements. Seit 1993 zeichnete sich in Bulgarien auf Grund dieser drei Ursachen eine allmähliche *Dekapitalisierung* des gesamten bulgarischen Bankensektors und die Entstehung von *Liquiditätskrisen* ab. Dies führte einerseits zum Vertrauensverlust bei den Einlegern, andererseits zu einem umfangreichen *Moral Hazard* unter Kreditnehmern und zur Ausweitung der spekulativen Tätigkeiten der Geschäftsbanken. Die logische Konsequenz war letztendlich die Insolvenz vieler Banken (Chaillié 1996:3).

1996 schloss der reale Sektor mit einem Wachstum von 1,6% des BIP ab, welches auch in den Vorjahren nur maximal 2,5% betrug. Während Bulgarien in den Jahren nach 1990 eine relativ erfolgreiche makroökonomische Stabilisierung betrieb, die vor allem wegen eines nominal stabilen Wechselkurses in 1995 eine Inflationsrate von rund 35% (nach 123% im Vorjahr) erzielte, fanden kaum Strukturreformen statt. Auf Grund fehlender Privatisierung wurden nur 40% des BIP durch den privaten Sektor erwirtschaftet. Damit einhergehend war der staatliche Sektor ineffizienter geworden. So operierten im Jahr 1994 76,6% der Staatsunternehmen in der Verlustzone (Chaillié 1996:3).

Mit 44 Banken zu Beginn des Jahres 1996 war der bulgarische Markt überversorgt. Das expansive Bankenwachstum schlug sich auch in der Vielzahl von Filialen nieder. Mit durchschnittlich 2000 Einwohnern pro Filiale erreichte Bulgarien westeuropäisches Versorgungsniveau, während das auf jede Filiale durchschnittlich entfallende BIP mit



2,6 Mio. US-Dollar weit hinter den Transformationsländern in Mittel- und Osteuropa zurückblieb. Dadurch entstanden hohe Gemeinkosten, die die Banken zwangen, sich an hochspekulativen, risikoreichen Operationen zu beteiligen (Chaillié 1996:4).

Ein weiterer Grund für die Krise lag beim Bankmanagement, das durch fehlendes Know-how oder bewusstes Missachten bankwirtschaftlicher Grundsätze ein risikoreiches und letztlich falsches Aktivgeschäft betrieb. Neue Bankangestellte wurden angelehrt, es gab aber kein Ausbildungsprogramm zum Bankkaufmann oder ein Trainee-Programm für die zukünftigen Führungskräfte. Ein schwerwiegendes Problem lag darin begründet, dass die damalige Bankelite ausschließlich aus der Ära vor 1990 stammte und nicht über Methoden des modernen Bankmanagements verfügte (Chaillié 1996:15).

Häufig wurden auf Weisungen des Topmanagements Kredite auf Basis persönlicher Beziehungen an verbundene Unternehmen (*soft budget constraints*) und ohne betriebswirtschaftliche Prüfung vergeben (Caporale et al. 2000:13). Der Manager einer staatlichen Bank war nicht an erster Stelle am Gewinn der Bank interessiert. Auf Grund des Principal-Agent-Problems stieg das Ausfallrisiko durch Vergabe von Großkrediten enorm. Obwohl schon in den vergangenen Jahren die Vergabe von Großkrediten durch Regelungen zur Bankenaufsicht *de jure* limitiert wurde, blieb eine allgemeine Nichtbeachtung der Bankenaufsicht *de facto* folgenlos. Das Ergebnis war ein umfangreicher, das gesamte Bankensystem betreffender Kreditausfall. Bis Ende 1995 wiesen nur noch 29% der Kredite eine übliche Entwicklung auf und wurden ordnungsgemäß bedient. 35% aller Kredite an Nichtfinanzinstitutionen des bulgarischen Bankensystems waren uneinbringbar (Chaillié 1996:18 ff.).

Die staatlichen Banken waren am stärksten betroffen. In deren Bilanzen standen rund 50% aller Kreditforderungen an Nichtfinanzinstitutionen, die nicht realisierbar waren. Der Grund dafür lag in dem schlechteren Management, *Moral Hazard* und dem Einfluss des Staates bei der Kreditvergabe an staatliche Unternehmen. Bei den privaten Banken, deren gesamter Kreditumfang lediglich 50% des Volumens der staatlichen Banken betrug, wurden 39% ihrer Kreditforderungen ordnungsgemäß bedient. Sie arbeiteten aber nicht effizienter als die staatlichen Banken (Mihov 1999:15).

Die *Dekapitalisierung* des bulgarischen Bankensystems stellte ein enormes Problem dar. Demzufolge schlossen nur 4 der 44 Banken das Geschäftsjahr 1995 mit einem Gewinn ab. Nach den Richtlinien der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* hatten 19 der 44 Banken eine negative Kapitalbasis. Die mit der Dekapitalisierung einherge-

hende *Liquiditätskrise* hatte sich am deutlichsten im gewaltigen Anstieg derjenigen Re-finanzierungsfazilitäten der BNB geäußert, die wegen ihres hohen Zinssatzes als *Lending-of-last-resort* galten. Die Dekapitalisierung und die Liquiditätskrise führten zum Vertrauensverlust der Einleger in das Bankensystem. Die Haushalte zogen im Mai und Juni 1996 ca. 25% ihrer Fremdwährungsguthaben von den Banken ab und deponierten sie in Tresors o. Ä. In der Folge minderte sich die gesamte Geldmenge um 5,5% (Chaillié 1996:5).

Auf Grund des Kreditausfalls waren die Geschäftsbanken gezwungen, die Kreditzinsen zum Ausgleich des Zinsgeschäftes anzuheben. Das führte zu *Moral Hazard* unter den Kreditnehmern: Kreditfinanzierungen wurden nur für risikoreiche Investitionen nachgefragt. Somit stieg gleichzeitig auch die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kredits, was wiederum die Bankenkrise verschärfte.

Um die Verluste im Zinsgeschäft auszugleichen, verlagerten viele Banken ihre Aktivitäten auf spekulative Geschäfte mit Währungen oder Staatsanleihen. Somit kam es zu *Crowding-out* des realen Sektors, was schließlich zu einem nachhaltigen Hindernis für die Gesundung der realen Ökonomie Bulgariens wurde (Chaillié 1996:32).

Mittels großzügiger Kredite versuchte die BNB, eine Mehrzahl der Banken zu retten. Auf diese Weise verlor die BNB die Kontrolle über die Geldmenge, da die Kredite zu einer Erhöhung der monetären Basis führten und die Inflation beschleunigten. Durch Schließung von 14 Kreditinstitutionen versuchte die BNB, die Bankenkrise zu bewältigen. Es gelang ihr schließlich nicht, den Prozess aufzuhalten, denn die harten, aber adäquaten Maßnahmen kamen zu spät. Die Bankenkrise mündete in die schwerste Finanzkrise Bulgariens seit dem Zweiten Weltkrieg.

Auf Grund der Banken- und Finanzkrise von 1996/97 führte die bulgarische Volksversammlung zwei neue Gesetze ein: Das Gesetz über die BNB und das Gesetz über die Geschäftsbanken. Eine wichtige institutionelle Veränderung nach der Krise war die Einrichtung des *Deposit Insurance Fund* (DIF). Gemäß dem Gesetz über die Einlagegarantie vom April 1999 gibt es eine Garantie für private Einleger sowie Nichtfinanzinstitutionen von bis 6900 BGN.

Alle Geschäftsbanken sollen sich am DIF beteiligen. Der jährlich zu zahlende Beitrag entspricht genau 0,5% der Gesamteinlagen der Banken zum 31.12. des Vorjahres (ECB 2001:3).

Alle neu gegründeten Banken sollen innerhalb 30 Tagen nach der Gründung 1% ihrer Gesamteinlagen an DIF überweisen. Allerdings darf der Betrag nicht weniger als 100.000 US-Dollar sein. Die Gelder des DIF werden sehr konservativ in hoch liquide Staatsanleihen, kurzfristige Geschäftsbank-Depositen und BNB-Depositen investiert. Zahlungen aus dem DIF erfolgen, wenn die BNB die Lizenz einer Bank entzieht. Mit den erworbenen DIF-Geldern werden die Verbindlichkeiten der betreffenden Bank gegenüber Nichtfinanzinstitutionen und Privatkunden gedeckt.

Für die weitere Stärkung des Bankensektors unterstützten der IWF und die Weltbank die bulgarische Regierung bei ihren Bemühungen, alle staatlichen Banken zu privatisieren (OECD 1999).

Die Regierungspolitik von 1991-1995 hatte zum Ziel, einerseits die bulgarischen Banken zu stärken und andererseits die ausländischen Banken vom bulgarischen Markt fern zu halten. Definitiv hat diese Politik zur Banken- und Finanzkrise erheblich beigetragen. Die neue Politik nach der Krise sah eine schnelle Privatisierung des Bankensektors und die schnelle Zulassung der ausländischen Banken auf dem bulgarischen Markt vor (Miller/Petranov 2001:15).

Mit der Privatisierung der *Bulbank*, der größten Bank Bulgariens, sind nur drei staatliche Banken bis Ende 2000 verblieben. Diese staatlichen Banken verfügen über weniger als 20% des gesamten Eigenkapitals des BBS. Ausländische Banken können jetzt auf den bulgarischen Markt auftreten, indem sie eine bulgarische Bank kaufen, eine Filiale eröffnen, oder eine Tochtergesellschaft gründen. Alle bulgarischen Banken, die im Jahr 2000 privatisiert wurden, sind von ausländischen Kreditinstitutionen gekauft worden. Gab es 1994 keine ausländischen Banken in Bulgarien, gehören im Jahr 2002 schon mehr als 73% der gesamten Eigenkapitalbasis des BBS ausländischen Kreditinstitutionen. Nach dem Verkauf der DSK wird deren Anteil auf über 90% steigen (ECB 2001:4). Die meisten ausländischen Banken in Bulgarien sind bekannte internationale Banken, andere sind Offshore-Banken mit Sitz auf Zypern.

Seit der Privatisierung des Bankensektors von 1998-2000 ist noch nicht sicher, ob diese Strategie die richtige war. Die Hoffnung besteht darin, dass die ausländischen Banken mit ihrer Erfahrung und neuen Produkten den Wettbewerb verbessern werden. Falls sie nicht bereit sind, die bulgarischen Unternehmen zu unterstützen, den Vorrang ausländischer Firmen geben und das in Bulgarien erwirtschaftete Geld ins Ausland investieren,

könnte die bulgarische Wirtschaft weiter unter einem nicht adäquaten Finanzsystem leiden (ECB 2001:4).

### 2.3.2 Dynamik und Struktur des bulgarischen Bankensektors

Von 1991 bis 2000 stiegen die gesamten Aktiva des BBS nominal von 462,8 Mio. BGN auf 9,8 Mrd. BGN (siehe Tabelle 2). Dieser gewaltige Zuwachs ist das Resultat der hohen Inflation in diesem Zeitraum. Nach Angaben von Miller/Petranov (2001), die die gesamten Aktiva des BBS in Dollar zum Wechselkurs des jeweiligen Jahres berechnen, gab es ein negatives reales Wachstum. Die gesamten Aktiva des BBS, so Miller/Petranov, sank von 21,2 Mrd. US-Dollar in 1991 auf 4,1 Mrd. US-Dollar in 2000.<sup>11</sup>

Tabelle 2: Aktiva und Passiva des BBS, makroökonomische Indikatoren (Mio. BGN)

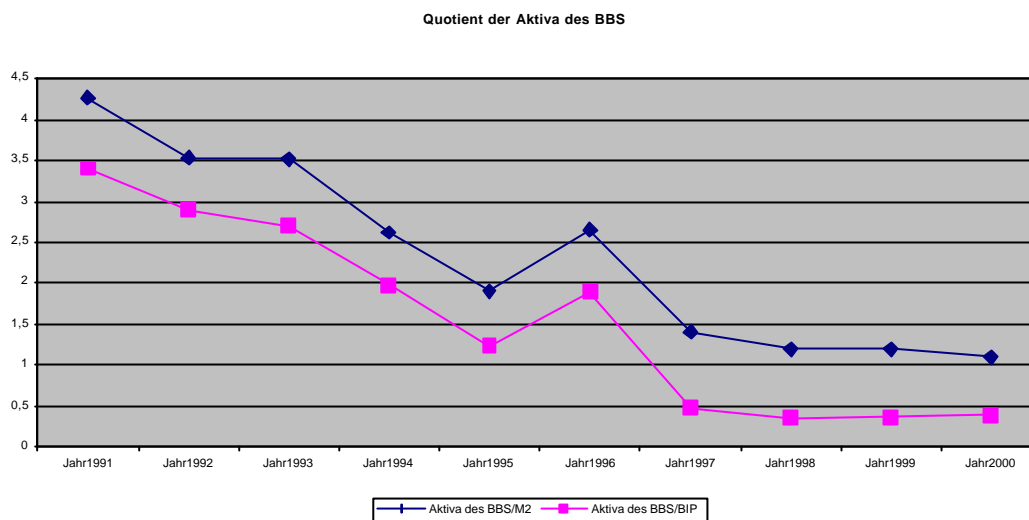
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Aktiva des BBS	462,8	582,3	809,5	1071,7	1088,9	3300,6	8076,2	7588,6	8223,4	9773,5
Wachstumsrate (%)		25,82	39,01	32,39	1,604	203,11	144,7	-6,03	8,36	18,84
Verbindlichkeiten gegen Nichtfinanzinstitute	144,8	147,1	221,6	405,5	573,6	1425,9	5471,6	4933,9	5470,0	6393,8
Wachstumsrate (%)		28,13	50,64	82,98	41,45	148,58	283,72	-9,82	10,86	16,88
Forderungen gegen Nichtfinanzinstitute	164,4	218,6	281,3	434,5	461,6	1479,9	1843,6	1853,9	2399,4	3014,1
Wachstumsrate (%)		32,96	28,68	54,46	6,23	220,6	24,57	0,55	29,42	25,61
BNB Refinanzierung	18,8	16,6	22,7	36,4	25,0	84,4	0	0	0	0
Wachstumsrate (%)		-13,29	36,74	60,35	-31,31	237,6	-100,0	0	0	0
Geldmenge (M2)	108,4	164,7	229,9	409,1	571,3	1244,6	5750,7	6328,8	6914,0	8906,9
Wachstumsrate (%)		51,93	39,58	77,94	39,64	117,85	362,05	10,05	9,24	28,82
Nominal BIP	135,7	200,8	298,9	543,4	880,3	1748,7	17055,0	21570,7	22776,4	25453,6
Wachstumsrate (%)		47,97	48,85	81,79	61,99	198,64	975,29	126,47	5,58	11,75

Quelle: Miller/Petranov 2001; eigene Berechnungen.

Die Abbildung 1 zeigt, dass der Quotient der Aktiva/Geldmenge (M2) auch sehr stark gesunken ist. Ähnlich verhält sich der Quotient der Aktiva/BIP. Dieser Quotient hat sich seit 1998 stabilisiert.

<sup>11</sup> Die Berechnungen von Miller/Petranov sind nach der Auffassung des Autors dieser Arbeit nicht nachvollziehbar. Von den Daten in Tabelle 2 ist es sichtbar, dass die gesamten Aktiva des BBS nicht nur nominal, sondern auch real gestiegen sind, weil die Zahlen für alle Jahre in BGN ausgewiesen sind.

Abbildung 1:



Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 17.

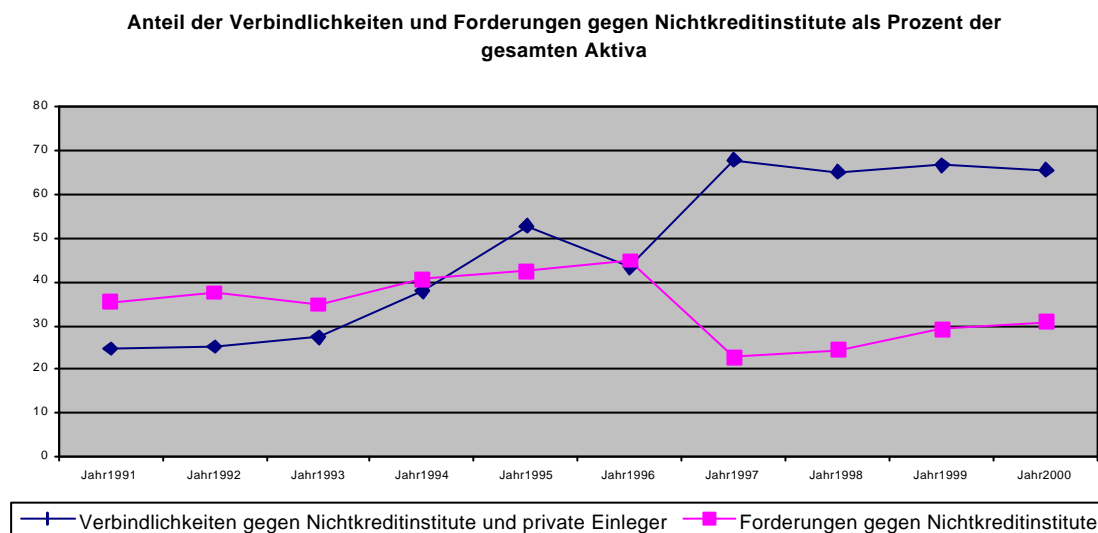
Die zentrale Funktion der Geschäftsbanken ist die Finanzintermediation. Eine Möglichkeit, diese Aktivität zu messen, besteht darin, die Daten über die *Verbindlichkeiten gegen Nichtkreditinstitute und private Haushalte (Einleger)* sowie die *Forderungen gegen Nichtkreditinstitute (Investoren)* zu vergleichen.

Zwischen 1991 und 2000 ist ein nominales Wachstum der Verbindlichkeiten gegen Nichtfinanzinstitute und private Haushalte auf Grund der hohen Inflation zu beobachten. Auf den US-Dollar bezogen zeigt sich ein negatives Wachstum der Verbindlichkeiten. Die Forderungen gegen Nichtfinanzinstitute zeigen ähnlichen Verlauf. Der nominale Zuwachs ist zwar groß, jedoch in US-Dollar ausgedrückt ist die Summe der Forderungen zwischen 1991 und 2000 von 7,5 auf 1,4 Mrd. US-Dollar zurückgefallen (Miller/Petranov 2001:17).

Das Verhalten der Geschäftsbanken vor der Krise unterscheidet sich grundlegend von dem nach der Krise. In der Zeitspanne 1991-1995 haben sich viele Geschäftsbanken von der BNB oder von dem Interbankengeldmarkt finanziert. Das Ergebnis dieser Strategie der Banken war, dass der Teil der Verbindlichkeiten gegen Nichtfinanzinstitute nur 25-50% der gesamten Passiva der Banken ausmachte. Gleichzeitig war die Kreditpolitik der Banken in diesem Zeitraum sehr locker, da die Banken von den bulgarischen Regierungen unter Druck gesetzt wurden, strategisch wichtige staatliche Betriebe zu kreditieren. Andererseits hat das Management der Banken Kredite an deren Bekanntschaft vergeben. Somit ist dem Management der Banken an dieser Stelle der Vorwurf zu machen, dass sie ihre Kreditkunden nicht hinreichend überprüft haben. In diesem Zusammen-

hang geht eine andere These davon aus, dass es sich um einen umfangreichen Kreditbetrag seitens des Bankenmanagements handelt (Chaillié 1996:20). Der Umfang der Kreditvergabe betrug zwischen 40 und 50% der Aktiva des BBS, was eine relativ hohe Zahl im Vergleich zu den Daten aus den restlichen Transformationsländern Mittel- und Osteuropas ist.

Abbildung 2:



Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 18.

Die Kreditvergabe hat sich seit 1996 dramatisch verändert. Unter dem Währungsrat kann die BNB nicht mehr die Geschäftsbanken kreditieren, und der Interbankengeldmarkt kann nur kurzfristige Überbrückungskredite gewähren. Als Ergebnis stieg der Anteil der Verbindlichkeiten gegen Nichtkreditinstitutionen auf 65-67%. Gleichzeitig verschärften die Banken die Anforderungen bei der Kreditvergabe. Auf Grund der restriktiven Kreditpolitik der Banken ist der Anteil der Forderungen gegen Nichtfinanzinstitute auf 25-29% gesunken (Miller/Petranov 2001:18).

Die Finanzintermediation ist die zentrale Funktion des Bankensektors. Die Frage ist, ob das bulgarische Bankensystem in der Lage ist, ihre Funktion gut zu erfüllen. *Ex-post* ist sicher, dass dies während der Periode von 1991-1995 sehr schlecht funktionierte. Die Ersparnisse der Bankenkunden wurden zum größten Teil als uneinbringbare oder zweifelhaftes Kredite vergeben. Das ist ein Indiz dafür, dass die Kredite schlecht investiert wurden. Für den realen Sektor der Wirtschaft ist es förderlich, wenn das Bankensystem besser funktioniert und eine vorsichtige Kreditpolitik verfolgt wird, um das Geld nicht zu vergeuden. Im Zeitraum zwischen 1991 und 2001 konnten die bulgarischen Banken

meistens nicht überzeugen. Es mangelte ihnen an Erfahrung und gutem Willen, ihre Funktion als Finanzintermediär optimal zu erfüllen.

### 2.3.3 Wettbewerb im Bankensektor

Als Messgröße für den Grad des Wettbewerbs in einem Sektor dienen gewöhnlich der sogenannte *Herfindahl-Index*<sup>12</sup> und der *4-Firmen-Konzentrationskoeffizient*<sup>13</sup>, welcher in einem homogenen Markt herrscht. Der Wettbewerb in einem Sektor ist größer, wenn es viele Firmen mit der selben Größe auf dem Markt gibt. Je kleiner der Konzentrationskoeffizient ist, desto größer ist der Grad des Wettbewerbs. Der Konzentrationskoeffizient zeigt hinsichtlich der gesamten Aktiva des BBS einen ähnlichen Verlauf vor und nach der Krise. Von 1991 bis 1995 ist das Konzentrationsniveau gesunken. Gleich nach der Schließung der insolventen Banken während der Krise stieg die Konzentration für eine kurze Periode an und sank wieder nach 1997.

Hinsichtlich der Aktiva ist ein ständiger Abfall des *Herfindahl-Index* zwischen 1991-1995 zu beobachten. Während der Krise stieg er leicht an und sank wieder zwischen 1997-2000, was einen Anstieg des Wettbewerbs bedeutet. Im Zeitverlauf sind mehrere Banken hinzugekommen. Das Vermögen der vier größten Banken ist mit 56% der gesamten Aktiva des BBS in 2000 relativ gesunken.

Die Indizes bezüglich der Forderungen gegen Nichtkreditinstitute sind widersprüchlich: Während der Forderungsbestand der vier größten Banken relativ gesunken ist, haben hingegen Konzentrationsprozesse unterhalb der Ebene der vier größten Kreditinstitute stattgefunden. Nach Miller/Petranov (1996:16) waren die größten Banken stärker von dem Gesetz über die Umwandlung schlechter Kredite (ZUNK-Gesetz) betroffen, da sie in höherem Maße Kredite aus der Zeit vor 1989 bilanziert haben. Diese Kredite wurden im Rahmen des Gesetzes durch niedrigverzinsende ZUNK-Bonds ersetzt. Die These von Patrik Chaillié (1996:14) ist hingegen überzeugender, dass sich nur eine geringe Zahl von mittleren und kleinen Banken an der Ausweitung der Kreditvergabe beteiligt hat, während die größeren Banken relativ vorsichtig bei der Vergabe neuer Kredite waren und sich verstärkt an gewinnversprechenderen Spekulationsgeschäften beteiligt haben. Gegen die These von Miller und Petranov, so Chaillié, spricht auch die Tatsache, dass die *Bulbank* als größte bulgarische Bank ihr Aktivgeschäft stark auf den Interban-

---

<sup>12</sup> Herfindahl-Index:  $H = \sum s_i^2$  mit  $s_i$  als Marktanteil des Unternehmens  $i$ . Je größer die Konzentration, desto mehr strebt der Wert gegen  $H = 1$ . Ein monopolistischer Markt hätte diesen Wert.

<sup>13</sup> 4-Firmen-Konzentrationskoeffizient:  $C_4 = \frac{s_1 + s_2 + s_3 + s_4}{4}$  mit  $s_1 - s_4$  als Marktanteil der 4 größten Unternehmen. Der Konzentrationskoeffizient gibt den Marktanteil der 4 größten Unternehmen des Marktes an.

kenmarkt verlagert hatte, auf welchem durch kurzfristige Positionen nicht nur ihr eigenes Ausfallrisiko minimiert wurde, sondern sie für den Großteil des BBS zum *Lender-of-last-resort* wurde. Nach 1996 sind beide Indizes, der *4-Firmenkonzentrationskoeffizient* und der *Herfindahl-Index*, weiter gesunken, was auf eine Verschärfung des Wettbewerbs am Kreditmarkt hindeutet.

Der *Herfindahl-Index* zeigt bezüglich der Verbindlichkeiten gegen Nichtkreditinstitute eine relative Stabilität im Zeitraum 1991-2000, obwohl er zwischen 1991-1995 leicht gesunken war. Dagegen sank der *4-Firmen-Konzentrationskoeffizient* vor der Krise nachhaltig, was zu mehr Wettbewerb führte. Nach der Krise gab es keine großen Veränderungen der beiden Indikatoren. Die Veränderungen vor der Krise sind das Resultat der Transformation im Bankensektor. Viele Banken haben zwischen 1991-1994 ihre eigene Filialennetze aufgebaut und konkurrierten mit der DSK um private Einleger. So hat die DSK im Laufe der Zeit ihre Dominanz in diesem Marktbereich teilweise verloren (Miller/Petranov 2001:17).

Es gibt viele Aspekte und Dimensionen des Wettbewerbs im Bankensektor. Im Laufe der ersten Dekade der Transformation wurden viele neue Bankprodukte und -dienstleistungen eingeführt. Neue Typen von Bankkonten, Kreditkarten und E-Mail-Banking sind jetzt angeboten. Qualität und Quantität der Bankprodukte in Bulgarien ist von den Standards in den Industrieländern weit entfernt.

Tabelle 3: *Konzentrationsgrad im bulgarischen Bankensektor (1991-2000)*

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Aktiva des BBS</b>										
Herfindahl-Index	0,38	0,33	0,3	0,15	0,11	0,19	0,12	0,11	0,12	0,11
4-Firmen-Konzentrationskoeffizient (%)	80,9	77,2	73,4	60,3	53,0	62,1	56,2	56,3	57,0	56,0
<b>Forderungen gegen Nichtfinanzinstitute</b>										
Herfindahl-Index	0,18	0,19	0,24	0,24	0,12	0,23	0,13	0,1	0,08	0,08
4-Firmen-Konzentrationskoeffizient (%)	69,2	64,5	66,0	63,0	50,1	67,8	56,5	47,7	43,6	42,3
<b>Verbindlichkeiten gegen Nichtfinanzinstitute und private Einleger</b>										
Herfindahl-Index	0,15	0,15	0,15	0,13	0,13	0,15	0,12	0,11	0,13	0,13
4-Firmen-Konzentrationskoeffizient (%)	66,2	59,2	57,3	54,7	57,5	62,6	56,3	58,9	61,7	60,7

Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 19.

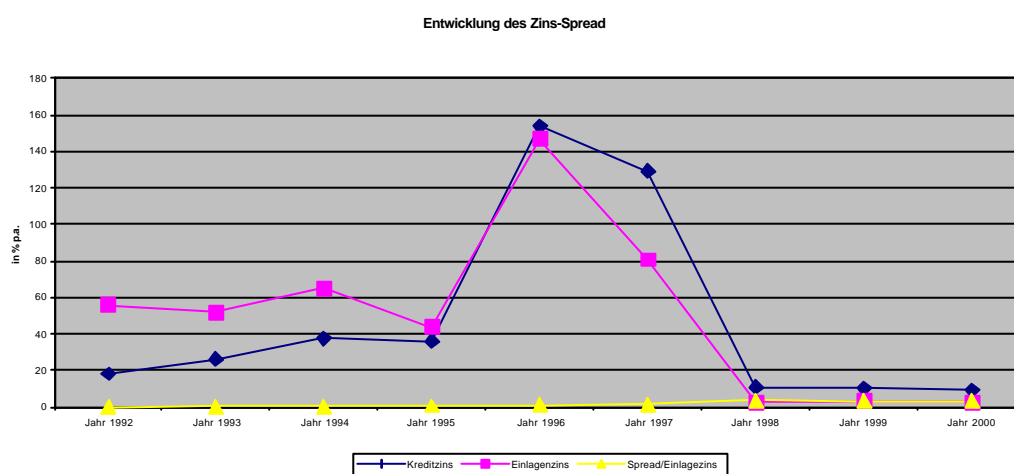
Die Geschäftsbanken versuchen, indem sie neue Finanzprodukte anbieten, konkurrenzfähig zu bleiben. Einen Preiswettbewerb gibt es dagegen nicht. Wie die Tabelle 3 zeigt, war der *Zins-Spread*, also die Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinsen, bis Mitte der Neunzigerjahre sehr hoch. Der hohe *Zins-Spread* in der Periode 1991-1995 reflek-



tierte die finanziellen Schwierigkeiten staatlicher Geschäftsbanken auf Grund des hohen Kreditausfalls. Eine interessante Tatsache ist, dass die neuen Privatbanken nicht versucht hatten, durch Angebot eines engeren *Zins-Spreads* mit den staatlichen Banken zu konkurrieren. Vielmehr versuchten sie, durch das Angebot neuer Produkte neue Kunden zu gewinnen.

Neben dem umfangreichen Kreditausfall war die Erhöhung des Leitzinssatzes durch die BNB der Grund für den hohen *Zins-Spread* vor der Krise. Mit der Einführung des Currency Board im Jahr 1997 ist der *Zins-Spread* gesunken, aber im Vergleich zu den westlichen Ländern mit 8-9% noch relativ hoch, da die Einlagenzinsen sehr stark auf 3-4% gesunken sind. Einerseits sind die niedrigen Einlagenzinsen nicht sparfördernd, andererseits dämpfen die hohen Kreditzinsen die Investitionsbereitschaft. Es stellt sich die Frage, wieso der *Zins-Spread* trotzdem zu hoch ist. Nach Miller/Petranov (2001) sind zum einen der fehlende Wettbewerb im bulgarischen Bankensektor und zum anderen das hohe Kreditrisiko die Hauptgründe für den hohen *Zins-Spread*.<sup>14</sup>

Abbildung 3:



Quelle: Eigene Ausführung.

Aus Sicht der Einleger haben die Banken eine dominante Position, da der Kapitalmarkt noch keine Alternative anbietet. Private Pensionsfonds operieren in Bulgarien erst seit kurzer Zeit und das Investieren im Ausland war bis 2000 verboten. Deswegen gibt es für die Bevölkerung in Bulgarien keine echte Alternative, ihr Geld – außer bei Banken – einzuzahlen. Mit Ausnahme der Großstädte gibt es eine oder zwei Bankfilialen in den kleineren Städten, was weniger Wettbewerb bedeutet. Der mangelnde Wettbewerb ist

<sup>14</sup> Neben den beiden Gründen ist, nach der Auffassung des Autors, auch die hohe Inflation ein wichtiger Grund, da trotz des Währungsrates die Inflation in Bulgarien höher als in den westlichen Ländern ist.

ein weiterer Grund für die hohen Kreditzinsen. Da der Kapitalmarkt noch nicht entwickelt ist, bleibt den kreditbedürftigen Unternehmen nichts Anderes übrig, als zu den Geschäftsbanken zu gehen (Miller/Petranov 2001:21).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass trotz erhöhten Wettbewerbs das Wettbewerbsniveau im bulgarischen Bankensektor nach der Krise noch sehr niedrig ist.

## **2.4 Nichtbankfinanzinstitutionen**

Die erste Welle der Massenprivatisierung endete gleichzeitig mit der Einführung des Currency Board und der daraus folgenden Finanzstabilität. Diese erste Privatisierungswelle wurde nach dem tschechischen Privatisierungsmodell durchgeführt, wo die Bürger für kleine Beträge Vouchers bekamen, mit denen sie Aktien von staatlichen Unternehmen kaufen konnten (Mihov 1999:10 f.).

Im Zuge des Privatisierungsprozesses benötigte man neue Kapitalmärkte, um Aktien zu handeln. Im Unterschied zu der Tschechischen Republik gründete Bulgarien eine Regulationsagentur sowie eine Wertpapier- und Börsenkommission (Caporale et al. 2000:17). Gleichzeitig wurde der Versuch unternommen, das Pensionssystem besser zu organisieren. In den Neunzigerjahren waren die staatlichen Renten auf ein sehr niedriges Niveau gesunken und die Regierungen versuchten, neue private Institutionen zur Steuerung der Rentenersparnisse zu fördern.

Die Finanzstabilität und die relativ niedrige Inflation nach 1997 erleichterte auch die Entwicklung des Versicherungsmarktes. Mit der Verabschiedung neuer Gesetze und Erhöhung der Lizenzanforderungen konnte der Einfluss von Mafiastrukturen im Versicherungsgeschäft begrenzt werden (Caporale et al. 2000:17).

### **2.4.1 Kapitalmarkt und Kapitalmarktinstitutionen**

#### **2.4.1.1 *Rechtliche Grundlagen und Institutionen***

Im Juni 1995 wurden das Gesetz über die Wertpapiere, Börse und Investmentgesellschaften verabschiedet und neue Regulationsstrukturen geschaffen. Die Wertpapier- und Wechselkommission (die heutige Staatliche Wertpapierkommission) wurde im Januar 1996, das Zentraldepot im August 1996 gegründet (BNB Jahresbericht 1996:113 f.).

Nach den letzten Auktionen der ersten Welle der Massenprivatisierung haben im Oktober 1997 die Börse Sofia mit der Bulgarischen Börse fusioniert und bildeten die *Bulgarische Börse-Sofia* (BB-Sofia) (Caporale et al. 2000:17).

Das Gesetz über die Wertpapiere, Börsen und Investmentgesellschaften wurde später verbessert und im Jahr 2000 durch das Gesetz über das öffentliche Angebot an Wertpapiere ersetzt. Die Veränderungen im neuen Gesetz sind das Ergebnis der gesammelten Erfahrungen der Kapitalmarktentwicklung der letzten Jahre in Bulgarien und bringen das bulgarische Gesetz nahe an das europäische Gesetz (*Acquis*). Es ist noch zu früh um einzuschätzen, wie sich diese Veränderungen auf den Kapitalmarkt auswirken werden (Miller/Petranov 2000b:363 f.).

#### 2.4.1.2 *Bulgarische Börse-Sofia*

Die BB-Sofia betreibt mit dem amtlichen Markt, dem freien Markt und dem Anleihemarkt drei getrennte Märkte. Zusätzlich gibt es einen speziellen Markt, wo Aktien staatlicher Unternehmen als Teil des staatlichen Privatisierungsprogramms gehandelt werden. Der amtliche Markt ist zusätzlich in drei Segmenten aufgeteilt. Die Tabelle 4 zeigt die spezifischen, amtlich notierten Standards für die einzelnen Segmente:

*Tabelle 4: Standards des amtlichen Marktes der BB-Sofia*

	SEGMENT 1	SEGMENT 2	SEGMENT 3
Abgelaufene Jahre mit Jahresabschlussprüfungen	min. 3	min. 2	min. 1
Marktkapitalisierung	min. 20 Mio. BGN	min. 10 Mio. BGN	min. 0,5 Mio. BGN
Teil der Aktienemission im Besitz von Kleinaktionären (%)	min. 25%	min. 10%	min. 5%
Zahl der Aktionäre	min. 400	min. 100	min. 100
Zahl der monatlich notierten Aktien	min. 1 000	min. 1 000	min. 50 000

*Quelle: ECB 2001, S. 11.*

Kommunal- und Körperschaftsanleihen können auch am Anleihemarkt notiert werden. Die neuen Anleiheemissionen sollen mindestens 1 Mio. BGN mit einer Mindestlaufzeit von sechs Monaten betragen. Der Emittent von Körperschaftsanleihen soll mindestens drei Jahre am Markt präsent sein. Staatspapiere (government securities) können auch am Anleihemarkt notiert werden. Sie werden aber heutzutage nicht stark gehandelt, weil ihr Markt von der BNB organisiert ist (ECB 2001:11).

Trotz der sehr niedrig gesetzten Schranken für das Handeln am amtlichen Markt gibt es sehr wenig Teilnehmer. Für natürliche Personen ist der Direkthandel am amtlichen Markt relativ teuer. Einige Unternehmen versuchten durch Anleiheemissionen ihr Kapital zu erhöhen; Anstrengungen, dies durch Aktienaussgabe zu erreichen, gab es nicht.

Die BB-Sofia ist eine Aktiengesellschaft. Der Staat besitzt 37,6% der Aktien, der Rest ist im Besitz von Finanzinstituten wie Banken, Investmentfonds, Versicherungen u a

Die BB-Sofia wird vom Verwaltungsrat (board of directors) geleitet, der für alle Operationen der Börse verantwortlich ist. Alle Entscheidungen bezüglich Mitgliedschaft, Handel mit Aktien und Sanktionen von Börsenteilnehmern werden in Übereinstimmung mit einem *ad hoc* Komitee aus fünf Mitgliedern - darunter Aktieninhaber, Börsenmitglieder und Aktienausteller - getroffen. Die BB-Sofia hat ein Schiedsgericht und einen Garantiefonds etabliert, um die Transparenz der Transaktionen, die gleichen Rahmenbedingungen für alle Händler sowie eine strikte Überwachung der Obligationen zu gewährleisten. Sie versucht, ihre Aufgaben besser zu erfüllen, indem sie ihr Trading-, Clearing- und Settlementssystem verbessert. Außerdem versucht sie, ihr Informationssystem technologisch weiter zu entwickeln und die Teilnahme von entlegenen Wertpapierhändlern zu ermöglichen. Der sinkende Umsatz gefährdet die Existenz der Börse. Hat die BB-Sofia im Jahr 1998 einen Profit gemeldet, registrierte sie 1999 einen Verlust in Höhe von 56.000 BGN. Im Jahr 2000 stieg der Verlust sogar auf 106.000 BGN (Miller/Petranov 2001:25).

#### **2.4.1.3 Staatliche Wertpapierkommission**

Die Staatliche Wertpapierkommission wurde etabliert, um das Interesse der Investoren anzuregen und die weitere Entwicklung des Wertpapiermarktes zu fördern. Sie besteht aus sieben Mitgliedern, die vom Finanzminister vorgeschlagen und vom Ministerrat für eine Amtszeit von fünf Jahren ernannt werden.

Die Kommission reguliert die Emissionen neuer Wertpapiere und beobachtet die Wertpapiertransaktionen. Sie kontrolliert die Etablierung und die Tätigkeit der Börse, der Investmentfonds und -gesellschaften und konzipiert neue Gesetze. Die Kommission spielte z. B. bei der Harmonisierung des neuen Wertpapiergesetzes mit den EU-Richtlinien eine wesentliche Rolle (Miller/Petranov 2001:26).

Die Lizenzierung und Börsenaufsicht sind die Hauptaufgaben der Kommission. Die von der Kommission regulierten Institutionen sind verpflichtet, ihr regelmäßig Berichte zu erstatten und sie über wichtige Veränderungen rechtzeitig zu informieren. Außerdem kann die Kommission die Offenlegung von bestimmten Informationen verlangen oder die Institutionen überprüfen. Falls die Kommission irgendwelche Unregelmäßigkeiten entdeckt, ist sie ermächtigt, direkte administrative Strafen und Sanktionen zu verhängen (Miller/Petranov 2001:26).

#### 2.4.1.4 Zentraldepot

Nach dem neuen Wertpapiergesetz sollen alle Unternehmen, die Aktien öffentlich anbieten, ihre Aktionärsbücher beim Zentraldepot<sup>15</sup> halten. Das Depot ist auch für die Abwicklung (*settlement*) von Transaktionen verantwortlich, d. h. es fungiert als Transferagent. Das Zentraldepot wurde als Aktiengesellschaft im August 1996 gegründet. Die Besitzer seiner Aktien sind: die BNB, das Ministerium der Finanzen, Geschäftsbanken und Investmentintermediäre. Die Leitung des Zentraldepots besteht aus fünf Mitgliedern des Verwaltungsrates (*board of directors*). Zwei der Mitglieder sind Repräsentanten der BNB und des Finanzministeriums. Weder die BNB noch das Ministerium der Finanzen kann bei der Generalversammlung der Aktionäre ein Veto einlegen (ECB 2001:12).

Alle Transaktionen sollen an der BB-Sofia durchgeführt und beim Zentraldepot gemeldet werden. Da nur Mitglieder des Depots autorisiert sind, Regulationen vorzunehmen, ist beabsichtigt, alle Transaktionen mit Hilfe von Investmentintermediären abzuwickeln, die wiederum Mitglieder des Depots sind. Der Abrechnungsverkehr (*clearing*) und die Abwicklung (*settlement*) sind innerhalb einer Zeitspanne von drei Tagen garantiert.

Die Gründung des Zentraldepots hat die Wertpapiertransaktionen wesentlich erleichtert. In anderen Transformationsländern, in denen die Aktionärsbücher bei den Unternehmen selbst gehalten werden, kann das Vertrauen in den Kapitalmarkt erodieren. Es gibt nur wenige Kontroversen in Bezug auf die Registrierung der Aktionäre in Bulgarien. Die Wertpapiertransaktionen in Bulgarien werden im Grunde genommen sehr exakt durchgeführt.

#### 2.4.1.5 Investmentintermediäre

Alle Transaktionen an der BB-Sofia sollen nach dem neuen Wertpapiergesetz von lizenzierten Investmentintermediären durchgeführt werden. Nichtbankinvestment-Vermittlungslizenzen werden von der Staatlichen Wertpapierkommission erteilt. Wenn neue Geschäftsbanken ihre Lizenz bei der BNB beantragen, erhalten sie auch die Lizenz zum Investmentintermediär. Um diese Aktivitäten auszuüben, müssen sich die Banken bei der Staatlichen Wertpapierkommission registrieren lassen.

Um an der BB-Sofia handeln zu können, sollte der Investmentintermediär Mitglied der Börse sein. Die Wertpapierkommission überprüft die Liquidität und die Kompetenz der Manager der Investmentintermediäre. Zwei Typen von Lizenzen werden von der Staat-

---

<sup>15</sup> Ausführlicher hierzu in Miller/Petranov (1999).

lichen Wertpapierkommission erteilt: die Teillizenz, die eine Vermittlung als *render brokerage* ermöglicht, und die Volllizenz, die den Vermittlern die Möglichkeit gibt, auf eigene Rechnung Geschäfte abzuwickeln und neue Emissionen zu garantieren (Miller/Petranov 2001:26).

Bis Mitte 2000 gab es 101 lizenzierte Investmentintermediäre, von denen 29 Geschäftsbanken waren. Für den kleinen bulgarischen Kapitalmarkt ist diese Zahl zu hoch. Die größten acht Investmentintermediäre kontrollieren 55-65% und die größten zwanzig über 80% des gesamten Umsatzes der BB-Sofia (ECB 2001:13).

Bei der so gegebenen Situation entschieden sich die Investmentintermediäre für die Reduktion der Betriebskosten und handelten mit *Compensatory Notes*<sup>16</sup>. Die Zahl der Investmentintermediäre stieg langsam und viele von ihnen sind keine Mitglieder der BB-Sofia und haben keine Handelsniederlassungen. Diese Firmen spielen für die Börse fast keine Rolle - die meisten sind nicht im Börsengeschäft involviert, sondern kaufen und verkaufen *Compensatory Notes*.

Tabelle 5: Anzahl der Investmentintermediäre (inkl. der Geschäftsbanken)

	31.12.98	30.06.99	31.12.99	31.06.2000
Lizenziert von der Staatlichen Wertpapierkommission	78	92	97	101
Abgemeldet von der Staatlichen Wertpapierkommission	0	1	1	2
Mitglieder der BB-Sofia	61	73	76	78

Quelle: ECB 2001, S. 13.

#### 2.4.1.6 Investmentgesellschaften

Ein wichtige Rolle bei der Massenprivatisierung kam den Privatisierungsfonds zu. Diese Fonds sammelten die Vouchers der Bürger und verwendeten diese beim Kauf von Anteilen staatlicher Unternehmen. Nach der ersten Welle der Massenprivatisierung wurden die Privatisierungsfonds zu Investmentgesellschaften reorganisiert. Später sollten die Investmentgesellschaften entweder als Holdings oder weiter als Investmentfonds agieren. Holdings können an solche Gesellschaften Geld leihen, an denen sie über 25% der Aktien besitzen. Dagegen haben die Investmentgesellschaften vielfältigere Portfolios als die Holdings, aber sie können nicht mehr als 10% der Aktien irgendeiner Aktiengesellschaft besitzen (Miller/Petranov 2001:27).

<sup>16</sup> Die *Compensatory Notes* sind Scheine, die im Laufe des Restitutionsprozesses an ehemalige Eigentumsbesitzer oder deren Nachkommen als Entschädigung gegeben wurden, wenn eine Rückgabe des Besitzes nicht möglich war. Diese Scheine können nur bei Privatisierungsauktionen benutzt und transferiert werden.

Fünf der ehemaligen Privatisierungsfonds wurden in Holdings umstrukturiert. Die anderen fünf agieren weiterhin als Investmentgesellschaften.<sup>17</sup> Vier der letzten fünf sind *closed-end* Gesellschaften und nur eine Gesellschaft *Zlaten Lew* ist *open-end* Fonds geworden. Da kein spezielles Gesetz über die Regulierung von Holdings vorhanden ist (obwohl sie reale Finanzinstitutionen sind), operieren sie gemäß dem allgemeinen Handelsgesetzbuch. Dies ist eine potenzielle Gefahr für den Finanzsektor (ECB 2001:14).

#### **2.4.1.7 Allgemeine Konditionen des Kapitalmarktes**

Trotz der Etablierung von Marktinstitutionen und Regulationsagenturen ist die Existenz des Marktes auf Grund des niedrigen Handelsniveaus gefährdet. Die BB-Sofia orientiert sich am *Warburg-30-Index*<sup>18</sup>, der auf den Kurssummen der Aktien der bedeutendsten bulgarischen Gesellschaften basiert. Der Index wurde im Dezember 1997 auf 100 gesetzt. Er erreichte seine Höhe mit 165 Punkten im Mai 1998 und ist dann Ende des Jahres 2000 auf 67 Punkten gesunken. Die anderen Marktindikatoren verhielten sich ähnlich. Die gesamte Marktkapitalisierung erreichte beispielsweise 3 Mrd. BGN in 1998. Dann schrumpfte sie auf 1 Mrd. BGN bis Mitte 2000 (ECB 2001:14).

Die Marktaktivität ist in der Periode 1999-2000 ebenso gesunken, was sich in der Anzahl der gelisteten Gesellschaften und ihrer Aktivitäten ausdrückt. Im Frühjahr 1998 gab es viele *Block-Trades-Operationen* auf Grund der Vereinbarungen zwischen Privatisierungsfonds oder zwischen Privatisierungsfonds und ausländischen Investoren, nach denen Voucher-Auktionen in Gang gesetzt wurden.

Nach einer kurzen Flaute sind die *Block-Trades-Operationen* wieder ein wichtiger Teil des gesamten Umsatzes des Kapitalmarktes geworden. Obwohl *Block-Trades* an der Börse gehandelt werden, gehören sie nicht zu den normalen Börsengeschäften. Sie sind vereinbarte Abkommen außerhalb der Börse und Ausdruck der Intention der Großaktionäre, ihre Eigentumsposition zu stärken. Ein besseres Indiz für die Liquidität des Auktionsmarktes der BB-Sofia ist der Umsatz und die Anzahl der *Non-Block-Market-Transaktionen*. Wie die Tabelle 6 zeigt, ist die Liquidität sehr stark gesunken.

Die Transaktionen in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2000 sind doppelt so niedrig im Vergleich zu derselben Periode des Jahres 1998. Der Umsatz ist von 52 Mio. BGN im zweiten Quartal 1998 auf 11,1 Mio. BGN für die letzten sechs Monate des

---

<sup>17</sup> Die Gesellschaft *Zlaten Lew* (Goldene Lewa) wurde in zwei Gesellschaften aufgeteilt: Die eine ist Investmentgesellschaft geblieben, die andere ist Holding geworden.

<sup>18</sup> Der Index wurde im August 2000 in BB-Sofia-Lazard umbenannt. Seinen Tiefpunkt erreichte er mit 28,7 Punkten am 27. Juli 2000. Siehe BNB Jahresbericht 2000, S. 70 f.

Jahres 2000 gesunken. Im letzten Quartal 2000 ist eine Steigerung der Transaktionen zu beobachten. Dies ist auf die neue Regel zurückzuführen, nach der alle Transaktionen an der BB-Sofia durchgeführt werden sollen.

Tabelle 6: Indikatoren der BB-Sofia

	1998				1999				2000			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>Ämtlicher Markt</b>												
Anzahl der Gesellschaften	1	4	10	19	25	25	25	25	25	25	25	25
Anzahl der Aktien (Mio.)	0,247	0,444	0,912	1,365	0,546	0,611	0,265	0,928	0,467	3,906	0,260	0,222
Anzahl der Transaktionen	193	166	1269	1753	2047	1807	808	1222	1150	1340	973	1448
Umsatz (Mio. BGN)	5,2	8,7	3,4	2,7	1,4	7,6	0,6	1,6	0,9	1,5	6,0	0,2
Marktkapitalisierung (Mio. BGN)	17,5	48,1	182,4	243,4	268,5	268,2	242,1	219,1	255,6	325,0	277,2	283,5
<b>Freier Markt</b>												
Anzahl der Gesellschaften	322	983	983	979	844	844	826	828	811	734	545	478
Anzahl der Aktien (Mio.)	1,626	5,776	4,236	2,704	1,287	0,624	0,479	2,804	0,810	1,266	0,375	5,908
Anzahl der Transaktionen	277	4903	6376	4141	3982	2711	935	1757	1494	1463	809	1318
Umsatz (Mio. BGN)	16,5	43,3	39,3	33,6	11,3	4,1	2,8	14,5	6,6	4,8	1,3	10,9
Marktkapitalisierung (Mio. BGN)	1824	3094	1655	1092	1452	1324	1203	1154	1152	1012	914	1003
<b>Zwischensumme</b>												
Anzahl der Aktien (Mio.)	1,872	6,220	5,148	4,068	1,833	1,235	0,744	3,732	1,277	5,172	0,634	6,131
Anzahl der Transaktionen	470	5 069	7 645	5 894	6 029	4 518	1 743	2 979	2 644	2 803	1 782	2 766
Umsatz (Mio. BGN)	21,8	52,0	42,7	36,3	12,8	11,7	3,4	16,0	7,4	6,3	7,3	11,1
<b>Block-Trading</b>												
Anzahl der Aktien (Mio.)	6,629	1,942	0,00	0,336	4,331	1,821	1,603	2,848	2,645	5,817	1,377	18,062
Anzahl der Transaktionen	318	117	0,00	8	51	42	14	46	46	40	29	157
Umsatz (Mio. BGN)	53,7	5,2	0,00	1,8	38,1	16,7	3,7	15,9	14,8	7,9	13,6	54,7
<b>Anleihemarkt</b>												
Anzahl der Gesellschaften	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	2
Anzahl der Anleihen	0	0	0	0	0	0	3235	1007	20	1	11449	16805
Anzahl der Transaktionen	0	0	0	0	0	0	23	12	1	1	17	21
Umsatz (Mio. BGN)	0	0	0	0	0	0	0,2	0,2	0	0	1,2	2,4
<b>Gesamt</b>												
Anzahl der Aktien (Mio.)	8,5	8,2	5,2	4,4	6,2	3,1	2,4	6,6	3,9	11,0	2,0	24,2
Anzahl der Transaktionen	788	5186	7645	5902	6080	4560	1780	3037	2691	2844	1828	2944
Umsatz (Mio. BGN)	75,5	57,3	42,7	38,2	50,9	28,5	7,4	32,2	22,3	14,2	22,0	68,3

Quelle: ECB 2001, S. 15.

Schätzungen zufolge wurden 1999 ca. 82% aller Aktien außerhalb der BB-Sofia gehandelt (Miller/Petranov 2001:31). Seit dem letzten Quartal des Jahres 2000 begann das Zentraldepot nur die an der Börse durchgeführten Aktientransfers zu erfassen. Der Anstieg der gehandelten Aktien im letzten Quartal 2000 ist eher das Ergebnis der Verlagerung der früher außerhalb der Börse abgewickelten Transaktionen an die Börse als eines realen Anstieges der gehandelten Aktien. Die Aktivierung des Anleihehandels ist die



Konsequenz zweier Veränderungen: Einerseits haben private Gesellschaften neue Anleihen emittiert, andererseits war es technisch möglich, dass Staatspapiere an der BB-Sofia gelistet werden.

Trotz teurerer Bankkredite bietet der Kapitalmarkt keine echte Alternative an. Der Investmentbanking-Sektor in Bulgarien ist unterentwickelt. Bis Ende 2000 wurden nur drei Körperschaftsanleihen und keine primären Aktien emittiert. Es ist schwer zu erkennen, ob dieser Sachverhalt auf Grund mangelnden Interesses an neuen Emissionen zustande kam oder das Resultat schlecht ausgebildeter Investmentbanker war (Miller/Petranov 2001:31).

Die Antwort auf die Frage, wieso sich der Kapitalmarkt in Bulgarien so langsam entwickelt, ist vielschichtig.<sup>19</sup> Zu den externen Faktoren gehören die Finanzkrise in Russland 1998 und das Zurückziehen der ausländischen Investoren auf Grund des hohen Risikos in der Balkanregion. Das Hauptproblem liegt aber in der Genesis des bulgarischen Kapitalmarktes und im Massenprivatisierungsprogramm. Über 1000 der an der BB-Sofia notierten Gesellschaften waren Teil des Privatisierungsprogramms. Im Gegensatz zu den westlichen Unternehmen, die sich am Kapitalmarkt finanzieren wollen, waren die bulgarischen Gesellschaften als staatliche Unternehmen ohne ökonomische Motivation an die Börse gebracht worden. Ein weiterer Grund für die langsame Entwicklung des Kapitalmarktes besteht in der mangelhaften Unterstützung seitens der bulgarischen Regierungen. Das neue Wertpapiergesetz ist sehr gut. Seine Implementierung ist dagegen miserabel, was die Aktienbesitzer verunsichert und potenzielle Investoren abschreckt. Die Regierung könnte den Kapitalmarkt unterstützen, indem neue Gesetze verabschiedet werden, die die gleiche Steuerbehandlung aller Investoren gewährleisten und die Gesellschaften motivieren, an die Börse zu gehen.

Viele andere Transformationsländer haben gut funktionierende Kapitalmärkte kreiert. Bulgarien hat sehr gute Institutionen geschaffen und gute Gesetze verabschiedet. Trotzdem müssen die bulgarischen Regierungen sich bei der Implementierung der Gesetze, die die Rechte der Aktienbesitzer sichern, weiter bemühen. Ein weiterer Schritt für die Stärkung des Kapitalmarktes wäre es, wichtige Unternehmen wie die *Bulgarische Telekom*, DSK und *Bulgartabak* an die Börse zu bringen.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> Zum Vergleich mit den Kapitalmärkten in den anderen Transformationsländern siehe Johnson/Schleifer (1999).

<sup>20</sup> Im März 2002 wurde bekannt gegeben, dass DSK und andere wichtige Unternehmen aus dem Energiesektor nicht an die Börse gebracht, sondern an strategische Investoren verkauft werden. Paris, 20.03.2002.

### 2.4.2 Versicherungsgesellschaften

Vor 1997 war die Regulierung der Versicherungsindustrie sehr schwach. Das Kapital der Versicherungsgesellschaften kam keinesfalls infolge "sauberer" Geschäfte zustande. Hinter den neu etablierten Versicherungen Anfang der Neunzigerjahre verbargen sich in Wirklichkeit Mafiastrukturen, die ihr Interesse oft mit Erpressung und Anwendung von Waffen durchsetzten.<sup>21</sup>

In 1997 und 1998 wurde der Versicherungssektor grundlegend umstrukturiert und das Versicherungsgesetz wesentlich verbessert. Man führte strikte Anforderungen an die Versicherer ein. Der Nationalversicherungsrat (unter dem Ministerrat) und das Versicherungsaufsichtsdirektorium (unter dem Ministerium der Finanzen) wurden eingerichtet, um den Versicherungssektor zu regulieren (Miller/Petranov 2001:31).

Die höchste Regulationsinstitution ist der Nationalversicherungsrat, dem der Finanzminister vorsteht. Er umfasst sieben Mitglieder: die Repräsentanten des Ministeriums der Finanzen, des Justizministeriums und des Innenministeriums sowie des Versicherungsaufsichtsdirektoriums. Der Versicherungsrat ist für die Lizenzierung, Autorisierung von Fusionen und Entblößungen zuständig. Insolvenzverfahren gehören auch zu seinem Aufgabengebiet.

Das Versicherungsaufsichtsdirektorium ist für tägliche Regulationsfragen verantwortlich. Er kontrolliert alle Aktivitäten der Versicherungsgesellschaften und der Versicherungsagenten, die Versicherungsprodukte sowie die Höhe der Versicherungsprämien. Das Direktorium autorisiert die Promotion neuer Versicherungsprodukte, bestimmt die minimale Prämie der Pflichtversicherung und billigt das jährliche Rückversicherungsprogramm der Versicherungsgesellschaften. Es kann auch administrative Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzlage der Versicherungen treffen oder den Verkauf des Versicherungsportfolios problematischer Versicherungsgesellschaften überwachen.

Seit Anfang des Jahres 1998 hat der Nationalversicherungsrat neue Lizenzierungsverfahren für Versicherungsgesellschaften und Versicherungen auf Gegenseitigkeit eingeführt, um sie mit dem neuen Versicherungsgesetz von 1997 in Einklang zu bringen. Demzufolge verloren 87 der damaligen 112 Versicherungen ihre Lizenzen, da sie den neuen Anforderungen nicht entsprachen.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Pari, 07.09.1999, S. 2.

<sup>22</sup> Ziel dieser Verbesserungen war die Verdrängung der kriminellen Strukturen und Organisationen aus dem Versicherungsgeschäft.

Siebzehn neue Sachversicherungsgesellschaften, weitere sechs Lebensversicherungen und vier Versicherungen auf Gegenseitigkeit erhielten 1998 ihre Lizenzen. Die Tabelle 7 zeigt die Veränderungen im Versicherungssektor zwischen 1997 und 1999. Der Sektor weist eine sehr hohe Konzentration auf. In 1999 war das *Staatliche Versicherungsinstitut - Allgemeine Versicherung* die größte Sachversicherungsgesellschaft, die ca. 30% des Marktes kontrollierte.<sup>23</sup> Die vier größten Versicherungen hatten einen Anteil von 70,2% des gesamten Marktes. Die Konzentration der Lebensversicherungen ist sogar noch höher. Das *Staatliche Versicherungsinstitut* kontrolliert 62,4%, die vier größten Versicherungsgesellschaften 91,7% des Marktes. Sowohl der *Herfindahl-Index* als auch der *4-Firmen-Konzentrationskoeffizient* deuten auf eine tendenziell steigende Konkurrenz im Versicherungssektor hin, obwohl die Konzentration weiterhin hoch bleibt (ECB 2001:16).

Die größten Versicherungen in den beiden Segmenten des Marktes gehörten im Jahr 2000 dem Staat; auch die kommunale Versicherungsgesellschaft wurde indirekt vom Staatsbezirk Sofia kontrolliert. Die übrigen waren private Versicherungen, wenngleich es in manchen Fällen einen sehr großen Einfluss seitens des Staates gab, wie z.B. bei *Bulstrad-PLC*, obwohl diese privatisiert wurde. Die wachsende Zahl privater Versicherungen, die Privatisierung staatlicher Versicherungen und die Zulassung von gut etablierten ausländischen Versicherungen sind positive Zeichen für die weitere Entwicklung des Versicherungssektors.

Tabelle 7: Struktur des Versicherungssektors

	Allgemeine Versicherung			Lebensversicherung		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Anzahl der Versicherungen	k.A.	17	18	k.A.	10	12
Staatliche Versicherungen	3	4	3	2	2	1
Private Versicherungen	k.A.	13	15	k.A.	8	11
Ausländische Versicherungen	0	3	6	0	0	3
Versicherungen auf Gegenseitigkeit	k.A.	0	0	k.A.	4	5
Herfindahl-Index	0,458	0,421	0,384	0,774	0,756	0,658
4-Firmen-Konzentrationskoeffizient (%)	84,1	76,4	70,2	97,2	94,1	91,8

Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 32.

Die allgemeine Versicherung erwirtschaftete zwischen 1997 und 1999 90% des Prämieinkommens (siehe Tabelle 8). Das gesamte Einkommen aus Versicherungsprämien

<sup>23</sup> Das Staatliche Versicherungsinstitut wird im Jahr 2002 an die Börse gebracht und sollte im Laufe der nächsten zwei Jahre privatisiert werden. Pari, 25.03.2002, S. 1.

in den beiden Segmenten des Versicherungssektors – allgemeine Versicherung und Lebensversicherung – stieg um ca. 50% zwischen 1997 und 1999.

*Tabelle 8: Das gesamte Einkommen aus Versicherungsprämien des Versicherungssektors (in Mio. BGN)*

	1997	1998	1999
Allgemeine Versicherung	147,3	204,5	278,1
Lebensversicherung	17,5	28,5	31,6
Aktiengesellschaften	17,5	27,6	30,9
Kooperative	0	0,7	0,7
Gesamt	164,8	232,8	309,7

*Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 33.*

Trotz dieses eindrucksvollen Wachstums bleibt der Versicherungssektor relativ klein. Das gesamte Einkommen aus Versicherungsprämien betrug nur 1,36% des BIP im Jahr 1999 (siehe Tabelle 9). Im Vergleich zu anderen Transformationsländern ist dieser Anteil gering: 1997 war er in der Tschechischen Republik 2,89% des BIP, in Polen 2,74% des BIP, in Ungarn 2,33% des BIP. In den EU-Ländern, wie z.B. Deutschland, betrug er 6,3% des BIP und in Griechenland als dem kleinsten Versicherungsmarkt in der EU nur 1,74% des BIP (Miller/Petranov 2001:33).

*Tabelle 9: Makroökonomische und Versicherungsindikatoren*

	1997	1998	1999
BIP (Mrd. BGN)	17,0552	21,577	22,776
Gesamteinkommen aus Versicherungsprämien	164,8	232,8	309,8
Versicherungsprämien (% des BIP)	0,97	1,08	1,36
Bevölkerung (Mio.)	8,2832	8,2303	8,1908
Versicherungsdichte	19,9	28,2	37,82
Arbeitskräfte (Mio.)	4,7495	4,7497	4,7528
Bevölkerung/Lebensversicherungspolice	k.A.	1,3741	1,688,9
Arbeitskräfte/Lebensversicherungspolice (%)	k.A.	28,9	35,5

*Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 33.*

Gemäß dem Versicherungsgesetz sollen alle Versicherungsgesellschaften Versicherungsrücklagen in bestimmte Instrumente investieren. Die Struktur der diversen Investmentkategorien (innerhalb der gesamten Versicherungsrücklagen) ist auch Objekt der Regulierungen. Mindestens 50% der gesamten Rücklagen müssen in Bankdepositen oder in Staatspapiere investiert werden. Zusätzlich gibt es weitere Beschränkungen für die anderen Holdings: das Grundeigentum soll nicht mehr als 10% der gesamten Rücklagen betragen, der Anteil der Kommunalanleihen soll 5% und der Anteil der Körperschaftsaktien 30% nicht übersteigen.

Da der Versicherungssektor expandiert, sind das gesamte Vermögen und die gesamten Rücklagen des Sektors sehr schnell gestiegen. Das Versicherungsgeschäft ist profitabel, obwohl kleinere Versicherungen in manchen Jahren auch Verluste verbucht haben (siehe Tabelle 10).

Die Versicherungsgesellschaften in Bulgarien verfolgen eine konservative Investitionsstrategie. Die schlechte Liquidität der Mehrheit der Aktien an der Börse hat die Versicherer von einer aktiven Teilnahme am Kapitalmarkt ferngehalten. Zudem verfügen die Versicherer über kein Know-How und keine Erfahrungen beim Investieren in risikoreiche Geschäfte. Im Ergebnis tendieren alle Versicherungen, ihre Rücklagen in Bankendepositen und in mittel- und langfristige Staatspapiere zu investieren. Das ist eine risikoaverse Strategie, die nur wenig Gewinn aus den Investitionen für die Versicherungen bringt (ECB 2001:17).

Tabelle 10: Nettogewinn, Aktiva und Rücklagen des Versicherungssektors (Mio. BGN)

	Allgemeine Versicherung			Lebensversicherung		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Nettogewinn	0,31	3,09	5,96	0,28	0,54	0,88
Gesamtkapital (Aktiva)	165,0	261,4	355,9	194,0	178,2	188,3
Gesamtrücklagen	39,6	86,4	103,2	108,5	86,8	79,0
<b>Verteilung der Rücklagen (%)</b>						
Staatspapiere	3,7	13,5	40,7	53,2	56,9	75,6
Grundeigentum	0,0	8,6	5,18	0,7	1,7	8,0
Kommunalanleihen	0,0	0,0	0,09	0,0	0,0	0,2
Körperschaftsaktien	0,0	1,2	1,94	0,2	3,5	0,3
Bankdepositen	96,3	76,7	52,08	45,6	37,8	15,7
Kredite gegen Lebensversicherung	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1

Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 34.

### 2.4.3 Pensionsfonds und Gesundheitskassen

Die ersten privaten Pensionsfonds wurden 1994 eingerichtet. Sie begannen ihre Tätigkeit nach den allgemeinen Vorschriften des Handelsgesetzes ohne jegliche spezielle rechtliche Rahmenbedingungen oder Regulierungen. Im Frühjahr 1999 wurden mehr als 30 Pensionsfonds registriert, von denen nur sehr wenige funktionsfähig waren.

Das Rentensystem in Bulgarien basiert derzeit auf drei Säulen: Die erste Säule ist das obligatorische staatliche 'pay-as-you-go' Sozialversicherungssystem. Die zweite Säule bildet die zusätzliche obligatorische Rentenversicherung für bestimmte risikoreiche Berufe und für Personen, die nach 31.12.1960 geboren wurden. Arbeitgeber und Arbeitnehmer sind verpflichtet, ihre Beiträge bei den speziellen privaten Pensionsfonds zu

zahlen. Die Arbeitnehmer können selbst die Pensionsfonds wählen. Die dritte Säule umfasst das gesamte System der zusätzlichen freiwilligen Versicherungen. Lizenzierte Pensionsversicherungsgesellschaften verkaufen diese am freien Markt an private Personen (ECB 2001:18).

Das 1999 verabschiedete Gesetz über die zusätzliche freiwillige Rentenversicherung schafft den rechtlichen Rahmen für die staatliche Regulierung und Kontrolle der Pensionsfonds und Pensionsversicherungsgesellschaften. Dieses Gesetz sah die Gründung der Agentur für Sozialhilfekontrolle unter dem Ministerrat vor. Die Agentur ist autorisiert, Pensionsversicherungsgesellschaften zu lizenzieren und regulieren. Sie ist eine von der Regierung gegründete juristische Person. Der Ministerrat ernennt den Leiter und bestimmt die Zahl der Mitarbeiter der Agentur.

Nach dem Gesetz über die zusätzliche freiwillige Rentenversicherung wurde auch der Rat für zusätzliche freiwillige Versicherungen gegründet, der sieben Mitglieder umfasst, die Vertreter diverser Ministerien und der Staatlichen Wertpapierkommission sind. Dieser Rat wird außerdem von Vertretern des Verbandes der Gesellschaften für zusätzliche freiwillige Versicherung beraten. Leiter des Rates ist der Sozial- und Arbeitsminister. Der Rat zeichnet sich für Lizenzieren und Regulieren bei Fusionen oder Entblösungen von Gesellschaften verantwortlich. Nur neun von den damaligen dreißig Pensionsversicherungsgesellschaften konnten die strengen Kriterien des Gesetzes über die zusätzlichen freiwilligen Versicherungen erfüllen und erhielten die Lizenz zur Eröffnung eines Pensionsfonds. Schätzungen zufolge verwalten die Pensionsfonds in Bulgarien im Jahr 2000 ca. 50 Mio. BGN von 500.000 Versicherten. Die Fonds sind verpflichtet, ihre Investitionspolitik an strikten Anforderungen zu orientieren: Mindestens 50% ihres Gesamtkapitals sollen sie entweder in Staatspapiere oder Bankdepositen halten. Außerdem dürfen sie nicht mehr als 10% in Grundbesitz und Hypotheken und nicht mehr als 10% im Ausland investieren (Miller/Petranov 2001:35).

Ein spezifisches Merkmal des bulgarischen Systems ist, dass die lizenzierten Pensionsversicherungsgesellschaften die Möglichkeit zur Etablierung auch solcher Pensionsfonds besitzen, bei denen die Versicherungsprämien mit Vouchers aus der zweiten Welle der Massenprivatisierung bezahlt werden können.<sup>24</sup> Da die Mehrheit der privatisierten Unternehmen in einer sehr schlechten finanziellen Lage war, sind deren Aktiva nicht liquid. Dies stellt für die Pensionsfonds ein potentielles Problem dar. Wenn die Prämien

---

<sup>24</sup> Die Nutzung von Vouchers als Versicherungsprämien sollte den Privatisierungsprozess beschleunigen, das Ergebnis ist allerdings sehr bescheiden.

in Investmentbonds bezahlt werden, besteht ein Teil der Aktiva der Pensionsfonds aus nicht liquiden Wertpapieren. Gleichzeitig aber müssen die Fonds regelmäßig Renten auszahlen. Diese Ungleichheit zwischen Aktiva und Passiva kann zu einer Destabilisierung der Pensionsfonds führen. Im Zuge der weiteren Entwicklung des Finanzsystems werden die Pensionsfonds eine größere Rolle spielen (ECB 2001:18).

Das Krankenversicherungssystem hat ähnliche Strukturen wie das Pensionsversicherungssystem. Neben der staatlichen Krankenkasse für obligatorische Krankenversicherung müssen Krankenkassen für eine zusätzliche Krankenversicherung etabliert werden. Die Dienstleister im Bereich der ergänzenden Krankenversicherung sollen von der Staatlichen Agentur für Versicherungskontrolle lizenziert werden. Da sich die Privatisierung der Krankenhäuser, der Sanatorien und der Kliniken aus sozialpolitischen Gründen verzögerte, sind die Reformen im gesamten Gesundheitssektor ins Stolpern geraten.

#### **2.4.4 Andere Finanzinstitutionen**

Andere Finanzinstitutionen, die in Ländern mit einem gut funktionierenden Finanzsystem vorhanden sind, konnten in Bulgarien nicht etabliert werden. Der Grund dafür liegt zum Teil darin, dass die Banken in Bulgarien universell sind. Deswegen verläuft z.B. die Entwicklung von speziellen Banken wie Hypotheken- und Kreditbanken sowie Leasinggesellschaften langwierig. Nur vier Geschäftsbanken vergeben Baukredite an private Personen. Diese Aktivität könnte ausgeweitet werden. Das Hypothekengesetz von Oktober 2000 detailliert die Regeln für den Handel mit Hypothekenspfandbriefen. Die Erwartungen bestehen darin, dass die Banken die Möglichkeit erhalten, durch Hypothekenemissionen zusätzliche Ressourcen zu gewinnen. Dies kann sich auf das Angebot von Bankkrediten steigernd auswirken (ECB 2001:19).

Die DSK fungierte als Sparkasse bis 1999, als sie ihren Sonderstatus verlor und in eine Geschäftsbank umstrukturiert wurde. Jetzt kann sie mehr Finanzprodukte anbieten. Sie besitzt immer noch das größte Filialnetz und die umfangreichste Kundschaft. Die Restrukturierung der DSK ist aber mit Problemen verbunden, welche auf Grund des schlechten Rufs als Dienstleister<sup>25</sup> und fehlender Erfahrung bei Risikoeinschätzung auftreten können (Miller/Petranov 2001:30).

---

<sup>25</sup> Im Gegensatz zu der Behauptung von Miller/Petranov genießt nach einer Umfrage von GFK-BG die DSK unter allen Kreditinstituten in Bulgarien das größte Vertrauen der Bürger. Pari, 20.02.2002, S. 4.

Weitere Finanzinstitutionen sind der *Staatliche Agrarfonds*, der die Bauern im Rahmen verschiedener Programme finanziell unterstützt, und die vom Staat unterstützte *Förderbank (Nasarchitelna Banka)*. Der Fonds wurde als die einzige Institution in Bulgarien gegründet, die EU-Gelder aus dem SAPARD-Programm verwaltet. Die Regierung etablierte die *Förderbank* im Jahre 1999, um die kleineren und mittleren Unternehmen zu finanzieren. Nach mehr als einem Jahr Erfolglosigkeit der Bank trat das Änderungs-gesetz über die kleineren und mittleren Unternehmen in Kraft. Die Veränderungen sollten die Restriktionen für die Kreditvergabe der Banken aufheben (ECB 2001:19).



### 3 Geschäftsbankaktivitäten

In einer funktionierenden Marktwirtschaft ist die finanzintermediäre Funktion der Geschäftsbanken sehr wichtig. Mit ihrer Hilfe werden die Ersparnisse der privaten Haushalte investiert. Wie im vorigen Kapitel dargestellt wurde, sind die anderen Finanzinstitutionen in Bulgarien noch unzureichend entwickelt. Deswegen sind die bulgarischen Banken als Finanzvermittlungsinstitutionen für die Volkswirtschaft von ausschlaggebender Bedeutung. Außerdem spielen die Geschäftsbanken bei der Bestimmung der Geldmenge (*money supply*)<sup>26</sup> eine wichtige Rolle.

Eine genaue Analyse der Bilanzposten der Geschäftsbanken im Laufe der Jahre liefert wertvolle Informationen über die Veränderungen der Businesskonditionen und Institutionen im Zuge der Transformation in Bulgarien.

#### 3.1 Bilanz der Geschäftsbanken

Tabelle 11 zeigt die Bilanzen der bulgarischen Geschäftsbanken von 1995 und 2000. Die Zahlen für 1995 stellen die Finanzkonditionen der Periode vor der Krise dar. Diese Periode charakterisierten dynamische Veränderungen des Marktanteils zwischen den Banken, protektionistische Politik der Regierungen, die die staatlichen Banken favorisierten, schlechte Bankenaufsicht und Regulation, expansive Geldpolitik, schlechte Kontrolle der Geldmenge sowie uneinbringbare Kredite und galoppierende Inflation.

Die Zahlen der einzelnen Budgetposten der Geschäftsbanken in 2000 zeigen, wie sich der Bankensektor nach der Krise verhält. Die Zeit zwischen 1997-2000 war eine Periode der Stabilisierung des Bankensektors, der beschleunigten Privatisierung der staatlichen Banken, der Etablierung ausländischer Kreditinstitute am bulgarischen Finanzmarkt sowie relativ niedriger Inflation.

##### 3.1.1 Aktiva

###### *Bargeld und Girokonten bei der BNB*

Diese Kategorie schließt alle Banknoten (*cash*) in den Banktresoren, die Mindestreserven bei der BNB und die Transaktionseinzahlungen bei den Banken ein. Die Banken brauchen das Bargeld, um ihre Kunden bedienen zu können. Fast alle Auszahlungen in Bulgarien werden in Bargeld abgewickelt. Deswegen ist die von den Geschäftsbanken

---

<sup>26</sup> Die Geldmenge sind die Bestände zum Jahresende, wie sie Eurostat mitgeteilt wurden. M1 umfasst in der Regel das im Umlauf befindliche Bargeld sowie Sichteinlagen bei Banken. M2 umfasst M1 sowie Spareinlagen und sonstige kurzfristige Forderungen gegenüber Banken. M3 entspricht M2 zuzüglich verschiedene weniger liquide oder längerfristige Anlagen.

gehaltene Bargeldmenge höher als in anderen Ländern, wo bargeldlose Auszahlungen üblich sind.

Tabelle 11: Bilanzen der Geschäftsbanken

	1995		2000	
	Mio. BGN	%	Mio. BGN	%
<b>Aktiva</b>				
Bargeld und Girokonten bei der BNB	70,4	9,4	737,4	7,6
Forderungen gegen Banken und andere Finanzinstitutionen	114,2	15,3	3874,1	39,8
Wertpapiere in Trading-Portfolio	232,7	31,2	1065,3	10,9
Wertpapiere in Investment-Portfolio	6,1	0,8	436,7	4,5
Kredite an Nichtfinanzinstitutionen und andere Kunden	274,3	36,7	3014,1	30,9
Andere Vermögen	29,2	3,9	202,8	2,1
Anlagevermögen	20,0	2,7	407,1	4,2
<b>Summe Aktiva</b>	<b>743,9</b>	<b>100,0</b>	<b>9737,7</b>	<b>100,0</b>
<b>von denen Pfandaktiva</b>	<b>470,8</b>	<b>63,0</b>	<b>527,7</b>	<b>5,4</b>
<b>Passiva</b>				
Einlagen von Banken und anderen Finanzinstitutionen	178,1	23,9	740,5	7,6
Einlagen von Nichtfinanzinstitutionen und anderen Kunden	425,3	57,0	6393,8	65,8
<b>Gesamteinlagen</b>	<b>603,4</b>	<b>80,8</b>	<b>7134,3</b>	<b>73,4</b>
Andere Verbindlichkeiten	55,0	7,4	1114,4	11,4
<b>Summe Passiva</b>	<b>658,4</b>	<b>88,2</b>	<b>8248,7</b>	<b>84,8</b>
Kapital	59,1	7,8	1095,4	11,2
Rücklagen	29,0	3,9	393,5	4,0
<b>Eigenkapital (Kapital und Rücklagen)</b>	<b>88,1</b>	<b>11,8</b>	<b>1488,9</b>	<b>15,2</b>
<b>Gesamtverbindlichkeiten und Eigenkapital</b>	<b>746,5</b>	<b>100,0</b>	<b>9737,7</b>	<b>100,0</b>
<b>Off-Bilanz-Verbindlichkeiten</b>	<b>470,6</b>	<b>63,0</b>	<b>1182,9</b>	<b>12,1</b>

Quelle: BNB, Jahresberichte 1995 und 2000.

Nach Artikel 41 Paragraph 1 des Zentralbankgesetzes bestimmt die BNB die Mindestreserven der Geschäftsbanken, die Methodik der Berechnung und die Konditionen von Zinszahlungen. Die Mindestreserven<sup>27</sup> betragen im Jahr 1991 7% der Gesamtverbindlichkeiten (BNB Jahresbericht 1991:43). Ihr Anteil wurde zwischen 1994 und 1995 mehrmals erhöht und erreichte im April 1995 mit 12% einen Höhepunkt. Mit der darauf folgenden Senkung auf 8,5% sollte die Liquiditätskrise der Geschäftsbanken gemindert werden. Nach der Krise erhöhte die BNB wieder die Anforderungen an Mindestreserven (11%), um das Bankensystem zu stabilisieren (BNB Jahresbericht 1999:77 f.). Mit der

<sup>27</sup> Die BNB verlangt Mindestreserven seit 1990.

Stabilisierung des Finanzsystems wurden die Mindestreserven wieder gesenkt. Zur Zeit betragen sie 8% aller Verbindlichkeiten.<sup>28</sup>

Die BNB kann nach dem Zentralbankgesetz die Zinshöhe der Mindestreserven der Geschäftsbanken selbst festlegen. Vor dem August 1994 hat die BNB keine Zinsen gezahlt. Zwischen 1994 und 1999 variierte die Höhe des Zinssatzes entsprechend den allgemeinen Wirtschaftskonditionen. Mitte des Jahres 1996 betrug der Zinssatz 36%, da die BNB versuchte, die Liquiditätsprobleme der Geschäftsbanken zu lösen. Gegenwärtig werden keine Zinsen für die Mindestreserven berechnet (BNB Jahresbericht 2000:63).

Die Geschäftsbanken, deren Kunden Einlagen in harten Währungen haben, können einen Teil ihrer Mindestreserven auch in Fremdwährungen halten. Die Mindestreserven bei der BNB werden auch als *settlement* bzw. *clearing accounts* benutzt. Wenn ein Unternehmen eine Geldtransaktion in Lewa an ein anderes Unternehmen durchführt und beide Firmen Kunden unterschiedlicher Banken sind, wird die Geldüberweisung über die Abrechnungskonten der Geschäftsbanken bei der BNB abgewickelt. Das Abrechnungssystem (*clearing system*) über die BNB ist nur für Transaktionen in Lewa geeignet. Transaktionen in ausländischen Währungen führen die Geschäftsbanken selbst durch. Um die Auszahlungen zu erleichtern, sind die Banken verpflichtet, ein Konto für ausländische Währungen bei anderen Banken zu besitzen (Miller/Petranov 2001:40).

#### *Forderungen gegen Banken und andere Finanzinstitutionen*

Diese Kategorie umfasst zwei Typen von Forderungen: die Einlagen bei anderen Banken und Finanzinstitutionen sowie Kredite und Darlehen an andere Banken und Finanzinstitutionen. Die Forderungen betragen im Jahr 2000 39,8% des Gesamtvermögens des Bankensektors, waren also 2,6-mal so hoch im Vergleich zu 1995 (15,3%). Dies ist im internationalen Vergleich zu viel. Der Grund für den hohen Anteil der Forderungen im Jahr 1995 unterscheidet sich stark von dem im Jahr 2000. 1995 hielt die DSK die Mehrheit der Einlagen privater Haushalte, und einige der neu gegründeten privaten Banken wurden auf Grund guter persönlicher Beziehungen großzügig durch die staatlichen Banken finanziert. Andere Banken, die keine so guten Kontakte hatten, finanzierten sich vom Interbankengeldmarkt, hauptsächlich von der DSK. Im Jahr 2000 sah alles anders aus. Das Bankensystem war zum größten Teil privatisiert. Ein Großteil der Kundschaft der DSK wechselte zu anderen neuen (vor allem ausländischen) Geschäftsbanken, so

---

<sup>28</sup> Die Mindestreserven wurden zuletzt am 1. Juli 2000 von 11% auf 8% gesenkt (BNB Jahresbericht 2000:63).

dass viele Banken nicht mehr auf die Finanzierung vom Interbankengeldmarkt und speziell von der DSK angewiesen waren. Darüber hinaus zeigten sich die privaten Banken nicht bereit, Kredite an neu gegründete Banken zu vergeben. Die Banken verhielten sich, was das Kreditieren des bulgarischen realen Sektors betrifft, sehr risikoavers. Sie brachten einen Teil ihrer Aktiva ins Ausland, hauptsächlich als Einlagen in ihre Muttergesellschaften. Deswegen stieg der Anteil der Forderungen gegen andere Kreditinstitute nach der Krise enorm. Diese Tendenz birgt eine Gefahr in sich. Wird das in Bulgarien erwirtschaftete Kapital ins Ausland gebracht und nicht in den bulgarischen realen Sektor investiert, ist langfristig erneut mit einer Banken- und Finanzkrise zu rechnen.

#### *Wertpapiere in Trading- und Investmentportfolios*

Diese Kategorie umfasst Aktien, Anleihen, Obligationen und andere Wertpapiere. Diese können kurzfristige Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr oder langfristige Wertpapiere mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr sein. Die kurzfristigen Wertpapiere werden normalerweise für Sicherungsgeschäfte (*hedging*) oder Spekulationen genutzt. Die langfristigen Wertpapiere bringen nicht nur Zinsen und Dividenden, sie ermöglichen auch die Kontrolle über andere Banken. Da der Kapitalmarkt in Bulgarien sich in einem unterentwickelten Stadium befindet, halten die Geschäftsbanken in Bulgarien über 80% der Staatspapiere. Es existieren zwei Arten von Staatspapieren; die eine wird für das Finanzieren des Haushaltes, die andere für spezielle Zwecke emittiert. Für die speziellen Staatspapiere gelten die strikten Kriterien des ZUNK-Gesetzes. Diese Anleihen werden emittiert, um die uneinbringbaren Kredite staatlicher Unternehmen zu decken (Mihov 1999:15 f.).

Zwischen 1995 und 2000 ist der Anteil der Wertpapiere am Gesamtvermögen des Bankensektors von 32% auf 15,4% gesunken. Dies ist mit der Stabilisierung des Haushaltes nach der Krise zu erklären, da auf Grund der kleineren Haushaltsdefizite weniger Staatspapiere emittiert wurden (Miller/Petranov 2001:41).

#### *Kredite an Nichtfinanzinstitutionen und andere Kunden*

Diese Gruppe schließt alle Kredite und Darlehen an Körperschaften und private Kunden ein. Über die Höhe der Zinssätze für die Kredite wird zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer frei verhandelt. Eine der wichtigsten Funktionen der Geschäftsbanken ist das Kreditieren der Unternehmen. Die Banken können Kredite in Lewa oder Devisen gewähren. Mehr als die Hälfte der Kredite an Körperschaften sind in harten Währungen ausgestellt (Miller/Petranov 2001:42).

Die Bankkredite stellen die wichtigsten Kredite für private Personen dar. Sie wurden früher von der DSK vergeben. Gegenwärtig sind mehrere Banken neben der DSK in diesem Marktbereich tätig. Der relative Anteil der Kredite an Nichtfinanzinstitute und Personen bezogen auf das Gesamtvermögen des Bankensektors ist nach der Krise gesunken. War er 36,7% in 1995, so sank er auf 30,9% am Ende des Jahres 2000. In den Ländern mit gut entwickelten Bankensystemen beträgt der Anteil der Kredite zwischen 50% und 60% der Gesamtvermögen.

Viele Faktoren haben zur niedrigen Kreditaktivität der bulgarischen Geschäftsbanken beigetragen. Die Banken sind bemüht, die in der Periode 1996-1997 begangenen Fehler zu vermeiden. Obwohl im Bereich der Bankenaufsicht viel getan und die Vergabe von Krediten stark reduziert wurde, sind die Kreditausfallrisiken noch als sehr hoch einzuschätzen. Manche institutionelle Veränderungen, wie z. B. die Einrichtung eines öffentlichen Registers, führen zur Minimierung des Ausfallrisikos.

#### *Andere Vermögen und Anlagevermögen*

Zusätzlich zu den oben erwähnten einkommensbringenden Aktiva gibt es noch *Anlagevermögen*, die nicht unbedingt gewinnbringend sind, aber die Aktivitäten der Geschäftsbanken unterstützen. Es ist zu beachten, dass es den Banken verboten ist, in Grundbesitz, Einrichtungen und Aktien (mit Ausnahme von Aktien anderer Banken), die ihr Eigenkapital erhöhen, zu investieren. Diese Restriktion ist für die Rolle der Banken im realen Sektor sehr wichtig. So können die bulgarischen Banken nicht das Management der Unternehmen, wie beispielsweise in Japan, kontrollieren (ECB 2001:26).

### **3.1.2 Passiva**

#### *Einlagen von Banken und anderen Finanzinstitutionen*

Die Geschäftsbanken können Geld von anderen Geschäftsbanken, Nichtbankfinanzinstitutionen oder von der BNB ausleihen. Anfang der Neunzigerjahre haben viele Banken oft Gelder bei anderen Banken eingelegt. Es handelte sich hauptsächlich um staatliche Banken, die bei den privaten Banken einen Teil ihres Vermögens deponierten. Die BNB verfolgte eine expansive Geldpolitik und gewährte zwischen 1995 und 1997 große uneinbringbare Kredite an die Geschäftsbanken.

Nach der Krise hat sich das Bild gründlich verändert. Viele staatliche Banken wurden privatisiert und neue Gesetze wurden verabschiedet, was zu einer Senkung des Kreditvergabeniveaus von 23,9% der Gesamtverbindlichkeiten des bulgarischen Bankensektors im Jahr 1995 auf 7,6% in 2000 führte (BNB Jahresbericht 2000:77 f.).

*Einlagen von Nichtfinanzinstitutionen und anderen Kunden*

Diese Kategorie umfasst alle Girokonten, Sparkonten und Termineinlagen von Unternehmen, Organisationen und privaten Haushalten in Lewa und anderen ausländischen Währungen. Der relative Anteil der Einlagen von Nichtfinanzinstitutionen an den Gesamtverbindlichkeiten (Passiva) des Bankensektors betrug 57% in 1995 und stieg auf 65,8% im Jahr 2000. Diese Entwicklung ist ein Indiz für den steigenden Wettbewerb unter den Banken (BNB Jahresbericht 2000:79).

*Andere Verbindlichkeiten*

Diese Gruppe schließt alle Kredite und Darlehen von anderen Banken, Zinszahlungen auf Grund dieser Kredite sowie andere Ausgaben ein. Die Geschäftsbanken können Gelder aus anderen Banken am Interbankenmarkt ausleihen. Einlagen von Geschäftsbanken oder BNB sind unter "Verbindlichkeiten gegen Banken und andere Finanzinstitutionen" eingetragen. Im Zuge der Transformation im Bankensektor wurden die Interbankkationen zum Hauptinstrument für das Finanzieren der Banken in Bulgarien. Mit der Etablierung des Currency Board ist das Refinanzieren jeglicher Art von Geschäftsbanken durch die BNB verboten. Trotz des Verbots der Refinanzierung der Geschäftsbanken seitens der BNB entwickelte sich der Interbankenmarkt weiter. Ein Vergleich zwischen 1995 und 2000 zeigt, dass der Anteil der anderen Verbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten und dem Eigenkapital von 7,4 auf 11,4% stieg.

*Eigenkapital*

Diese Kategorie umfasst das Grundkapital, den Gewinn und die Rücklagen. Das Grundkapital ist die Summe der Nennwerte aller außen stehenden Aktien. Nach dem gegenwärtigen Zentralbankgesetz soll das Grundkapital einer Bank mindestens 10 Mio. BGN (5 Mio. Euro) betragen. Der Gewinn als Teil des Eigenkapitals besteht aus dem Betriebsgewinn im laufenden Finanzjahr und den nicht ausgeschütteten Dividenden aus vergangenen Jahren. Der relative Anteil des gesamten Eigenkapitals an den Gesamtverbindlichkeiten stieg von 7,8% in 1995 auf 11,2% im Jahr 2000 auf Grund wachsender Gewinne und höherer Kapitalanforderungen.

Die Rücklagen werden in zwei Gruppen unterteilt: Rücklagen für uneinbringbare Kredite und Rücklagenfonds. Nach dem Zentralbankgesetz sollen alle Banken Rücklagen für uneinbringbare Kredite von ihrem Bruttogewinn beiseite legen. Die BNB reguliert die Klassifizierung der Kredite und der entsprechenden Rücklagen. Werden Kreditausfälle erwartet, müssen die Banken die Höhe der Dividenden reduzieren und Rücklagen in

einen Fonds legen, um zukünftige Verluste zu decken. Nach Artikel 24 des Bankengesetzes sollen die Banken mindestens 1/5 des Nettogewinns in einen Fonds legen, bis die Summe 1,25% der Gesamtaktiva der Bank erreicht ist. Übersteigt die Geldsumme dieses Niveau, wird der Überschuss als Dividenden ausgeschüttet. Die Kapitalbasis der Banken soll nach den *Baseler Richtlinien* nicht weniger als 12% der Risikoaktiva betragen (BNB Jahresbericht 1997:111 f.).

### 3.2 Verwaltung der Aktiva

Beim Verwalten ihrer Anlagen-Portfolios verfolgen die Geschäftsbanken drei Ziele: Profit, Liquidität und Zahlungsfähigkeit. Um ihre Liquidität zu bewahren, müssen die Banken solche Kapitalanlagen halten, die leicht in Bargeld konvertiert werden können. Wollen die Geschäftsbanken zahlungsfähig bleiben, müssen sie das Risiko bei der Kreditvergabe gut einschätzen. Um hohe Profite zu erzielen, sollte das Kapital der Banken eine hohe Rendite erzielen. Keines dieser Ziele kann allein für sich erreicht werden, ohne auf die anderen beiden zu achten. Höhere Rendite bedeutet nicht nur höhere Profite, sondern auch höheres Insolvenzrisiko. Die Liquidität wird auf Kosten des Gewinns erreicht, da ein Teil des Vermögens ungenutzt bleiben muss. Wenn die Banken ihr Vermögen verwalten, verfolgen sie eine solche Strategie, die keine dieser drei Zielsetzungen ernsthaft vernachlässigt. Es gibt viele spezifische Gegebenheiten, die die Vermögensverwaltung der bulgarischen Banken zusätzlich erschwert. Die vier wichtigsten werden hier erläutert (Miller/Petranov 2001:44).

#### *Uneinbringbare Kredite*

Ein Aspekt der Reform des bulgarischen Bankensektors bestand in der Vergabe von Krediten und Darlehen an staatliche Unternehmen seitens der neu gegründeten Geschäftsbanken. Das verhängnisvolle Erbe der staatlichen Unternehmen stellte eine große Herausforderung für den Bankensektor dar. Die Kredite an staatliche Unternehmen waren keine normalen Kredite, sondern nach den Regeln der Planwirtschaft ausgegebene Gelder, wobei die Höhe des Kreditrisikos nicht eingeschätzt wurde. Einmal vergeben, erschienen sie als Kredite in der Aktiva der neu gegründeten Geschäftsbanken. Da viele staatliche Unternehmen nach dem Kollaps des COMECON-Marktes große finanzielle Schwierigkeiten hatten, sahen sie sich nicht in der Lage, die Kredite zurückzuzahlen. Dieses Problem wurde zusätzlich durch zwei weiteren Problemen verschärft. Das erste lag bei den hohen Zinsen. Nach der Preisliberalisierung im Februar stieg der nominale Zinssatz stark infolge der hohen Inflation. Sogar Unternehmen, die ihre Kredite zurück-

zahlen konnten, sahen sich auf Grund des hohen Zinssatzes in großen Schwierigkeiten. Hätten die Geschäftsbanken diese Kredite als uneinbringbare angemeldet, wären sie vielleicht selbst von Insolvenz bedroht gewesen. Deswegen wollten die Banken die uneinbringbaren Kredite nicht als solche deklarieren. Das zweite Problem besteht darin, dass ein Großteil dieser Kredite in harter Währung ausgestellt war. In den Achtzigerjahren hat Bulgarien große Geldsummen von ausländischen Banken geborgt, die vom zentralen Plansystem verteilt wurden. So wurden die Kredite als Zentralbankkredite an die Unternehmen gewährt, obwohl sie keine solchen waren. Im Zuge der Transformation des Bankensektors sind diese zu realen Krediten geworden, die von den Unternehmen zurückgezahlt werden sollten. Wären diese Kredite in bulgarischen Lewa denominiert, hätte die hohe Inflation in 1991 ihr Volumen stark reduzieren können (Miller/Petranov 2001:45).

Das Problem verschärfte sich, nachdem die Unternehmen weder die Zinsen noch den Kreditbetrag gezahlt hatten. Zwischen 1991 und 1996 unterstützten auch die Regierungen diese Politik der Unternehmen, weil sie hohe Arbeitslosigkeit und soziale Unruhen befürchteten. Die staatlichen Unternehmen hatten finanzielle Schwierigkeiten, aber funktionierten noch teilweise. Ihre Liquidierung auf Grund der uneinbringbaren Kredite hätte die Arbeitslosigkeit in die Höhe getrieben. Die Banken erkannten die Sensibilität der Situation und unterstützten die Unternehmen weiter, da sie mit einem *Bail Out* seitens der Regierung rechneten, falls keine Rückzahlung der Kredite erfolgt. Diese Protektionsmaßnahmen schufen eine Atmosphäre, in der es keine Anreize gab, die Effizienz des Finanzsystems zu verbessern. Die Betriebsmanager nutzten diese Situation für eigene Zwecke, indem sie die Gewinne der Betriebe hinterzogen. Weitere uneinbringbaren Kredite wurden von den Geschäftsbanken selbst generiert. Schlechte Regulation und Aufsicht schufen den günstigen Nährboden für Korruption und *consumtion on the job* (Koford 1999:314 f.). Das Hauptkriterium bei der Kreditvergabe waren viel mehr die Zahlungen "unter dem Tisch" an das Banken-Management als die Höhe des Investitions- und Kreditrisikos. So wurden neue Kredite gewährt, wo es von vorn herein klar war, dass sie nie zurückgezahlt würden. Alle diese Probleme führten zur Verabschiedung des Gesetzes über die ZUNK-Bonds am Ende des Jahres 1993 (Mihov 1999:14 ff.). Nach diesem Gesetz wurden uneinbringbare Kredite staatlicher Unternehmen in ZUNK-Bonds umgetauscht. Mit der Entfernung der uneinbringbaren Kredite aus den Bilanzen der Banken und der staatlichen Unternehmen war die Hoffnung auf eine Verbesserung ihrer finanziellen Lage verbunden. Diese Einschätzung erwies sich als falsch.



Die Schulden wurden auch nach einer längeren Periode nicht an die Regierung zurückgezahlt. Bald stand die Regierung erneut vor dem Dilemma, entweder Insolvenzverfahren gegen die Schuldner einzuleiten und damit eine Reihe von Unternehmen zu beseitigen oder aus Angst vor sozialen Unruhen weiterhin Gelder in die bankrotten Unternehmen zu pumpen (Miller/Petranov 2001:45 f.).

#### *Hohes Risiko*

Die Kreditvergabe an staatliche Unternehmen war zu Beginn der Transformation sehr risikoreich. Gewaltige institutionelle Umstrukturierungen, radikaler Wechsel in der Wirtschafts- und Handelspolitik der Regierung, politischer Druck auf die staatlichen Unternehmen, unsichere Märkte und ein kurzfristiger Horizont der Manager haben zur Verschärfung dieses Problems vor der Krise beigetragen (Koford 1999:314). Nach der Krise stabilisierte sich die makroökonomische Situation, aber die schnelle Privatisierung durch die *Manager-Employee-Buy-Outs* (oft hinter den Kulissen) erhöhten das Kreditrisiko. Das Ergebnis war eine nicht ausreichende Kreditierung des realen Sektors durch die Geschäftsbanken. Um das Risiko zu minimieren, investierten die Banken einen Großteil ihres Portfolios ins Ausland. Nach Schätzungen der BNB haben die Banken im Jahr 2000 mehr als 1,5 Mrd. US-Dollar ins Ausland investiert. Das bedeutet, dass ein beträchtlicher Teil der Ersparnisse der bulgarischen Bürger nicht in der bulgarischen Ökonomie angelegt wird (BNB Jahresbericht 2000:77 f.).

#### *Sekundärmärkte*

Die Knappheit an Finanzmitteln der Sekundärmärkte in Bulgarien begrenzt die Strategien der bulgarischen Geschäftsbanken. Die Sekundärmärkte sind für die Banken sehr wichtig, weil sie ihnen die Möglichkeit geben, eine unerwartete oder dringende Notwendigkeit an Bargeld zu überbrücken. Zu Beginn der Transformation stellten für die Banken das Bargeld und die Sparkonten bei der BNB die einzigen liquiden Mittel dar. Mit Einführung des Sekundärmarktes für Staatspapiere im Januar 1993 waren die Banken in der Lage, Wertpapiere schnell zu kaufen bzw. verkaufen, wenn sie Bargeld benötigten (BNB Jahresbericht 1993:68). Die Eröffnung der Aktienbörse im Jahr 1997 ermöglichte es den Banken, auch mit Körperschafts- und Kommunalanleihen zu handeln; die langsame Entwicklung und die niedrige Liquidität dieses Marktes begrenzt jedoch seine Brauchbarkeit. In den Neunzigerjahren entwickelte sich der Markt für Staatspapiere weiter. Bis 1997 verfolgte die BNB eine expansive Geldpolitik und handelte viel mit *Repos*. Nach der Etablierung des Währungsrates wurde der BNB verboten, mit Staatspapieren zu handeln. Infolgedessen sank die Liquidität der Staatsanleihen. Der Markt

für Staatspapiere ist sehr klein und kann nicht mit den Börsen oder Staatspapiermärkten der westlichen Länder verglichen werden.

Die niedrige Rendite der Staatspapiere nach der Krise stellt ein weiteres Problem für die Banken dar. Die niedrigen Haushaltsdefizite haben den Zufluss von neuen Staatspapieren reduziert. Da die Banken sehr wenig in den realen Sektor investieren, nimmt die Nachfrage nach Staatspapieren zu. Das geringe Angebot und die starke Nachfrage nach Anleihen haben zur Senkung des Zinsniveaus geführt. Der reale Zinssatz ist sogar negativ (Miller/Petranov 2001:46).

Die weitere Entwicklung des Marktes ist erreichbar. Gegenwärtig versucht das Finanzministerium den Markt zu stärken, indem neue Dienstleistungen auch für private Personen angeboten werden; sie bilden jedoch erst einen Bruchteil des Marktes. Eine weitere fördernde Maßnahme wäre die Entwicklung eines Wiederkaufmarktes (*resale market*) für Kredite. In den USA existiert z. B. ein solcher Markt für Hypothekenkredite. Derzeit ist aber die Entstehung eines solchen Marktes nicht möglich, da das Bankgeheimnisgesetz den Banken nicht erlaubt, Informationen an potenzielle Käufer von Krediten zu geben. Vorsichtige Änderungen des Gesetzes könnten dieses Problem lösen. So wären die Banken in der Lage, ihr Vermögen besser zu verwalten (Miller/Petranov 2001:46 f.).

#### *Kreditvergabe im privaten Sektor*

Die Vergabe von Krediten im privaten Sektor ist sehr limitiert. Vor der Krise bevorzugten die Banken, die staatlichen Unternehmen zu finanzieren. Der Anteil der Kredite im privaten Sektor betrug nur 12,4% der gesamten Kredite im Jahr 1993 und 13,9% in 1994. Im Vergleich zum Staatssektor mit 50% bzw. 45% oder zu den staatlichen Unternehmen mit 37% bzw. 41% für dieselben Jahre ist er sehr niedrig. Da der Anteil des privaten Sektors bezogen auf das BIP damals zwischen 1/4 und 1/3 lag, ist es nachvollziehbar, wieso die Banken den öffentlichen Sektor dem privaten Sektor vorzogen. 1996 hat sich nicht viel in dieser Hinsicht geändert. Obwohl der Anteil des privaten Sektors auf über 40% stieg, wuchs das Kreditniveau nur sehr langsam auf 20,7% an. In dieser Periode dominierten noch die staatlichen Banken den Bankensektor.

Nach der Krise haben die Banken ihre Kreditpolitik grundlegend verändert. Im Jahr 2000 betrug die Höhe der Kredite an die Regierung 10,5% der Gesamtkredite und an die staatlichen Unternehmen nur 9,1%. Dagegen stieg der Anteil der Kredite im privaten Sektor gewaltig auf 80,4%, von denen ca. 67% an private Unternehmen und 13% an private Personen vergeben wurden. 69,3% des BIP in 2000 wurden im privaten Sektor

erwirtschaftet. Dieser hohe Zuwachs der Kredite im privaten Sektor ist trügerisch. Das Volumen der Gesamtkredite ist so geschrumpft, dass der reale Wachstum nur 20% beträgt. Beliefen sich die Kredite im privaten Sektor 1996 auf 1,327 Mrd. US-Dollar, so stiegen sie im Jahr 2000 auf 1,599 Mrd. US-Dollar. Im Vergleich zu den anderen Transformationsländern ist das sehr wenig. Der Anteil der Kredite im privaten Sektor in Bulgarien betrug 1999 12% des BIP, während er in der Tschechischen Republik über 60% des BIP lag (OECD 1999:32).

Es gibt viele Ursachen für das Versagen des Finanzsystems, die Ersparnisse der Einleger in Investitionen zu transferieren. Wie schon erwähnt wurde, ist das Risiko im privaten Sektor zu groß. Die Wirtschaft wird umstrukturiert, deswegen sind zukünftige Entwicklungen sehr schwer einzuschätzen. Außerdem ist die Mehrheit der Geschäftsleute sowie des Bankenpersonals unerfahren. Oft waren die Geschäftsleute sowie die Banker nicht an erster Stelle an der Prosperität ihrer Organisationen interessiert.<sup>29</sup> Im Ergebnis wurde nicht das beste Projekt finanziert, sondern die Projekte der Geschäftsleute, die bessere persönliche Beziehungen zur Bankleitung hatten. In solchen Fällen, die nicht selten vorkommen, kann man nicht über effektives Kreditmanagement sprechen. Das Risiko bei der Kreditierung der privaten Unternehmen ist höher im Vergleich zu den staatlichen Unternehmen. Wie das Gesetz über die ZUNK-Bonds zeigt, unterstützt die Regierung die Banken, wenn die Kredite staatlicher Unternehmen nicht zurückgezahlt werden. Eine solche Garantie gibt es bei der Kreditierung des privaten Sektors nicht (Miller/Petranov 2001:47).

Obwohl das Konkursgesetz seit einigen Jahren in Kraft ist, sind die Kreditgeber keinesfalls gesichert, weil bei der Implementierung des Gesetzes Probleme auftreten. Die Gerichtsverfahren gegen Kreditnehmer sind ineffizient und gehen nur schleppend voran. Trotz aller dieser Probleme bleiben die Banken die wichtigsten Kreditinstitutionen für den privaten Sektor. Die ausländischen Banken in Bulgarien können mit ihrer Erfahrung und ihrem Know-How diese Marktsegmente für sich gewinnen. Zur weiteren Entwicklung und Verbesserung der Kreditierung des privaten Sektors können auch die privaten Kreditnehmer beitragen, indem sie realistische und gut durchdachte Businesspläne vorbereiten.

---

<sup>29</sup> Elster et al. (1998:197) bezeichnet dies als "ruthless, short-term behavior" im neuen Privatsektor.

### 3.3 Verwaltung der Passiva

Die Passivposten der Bilanz zeigen, wie die Banker Kapital erwerben. Sie bevorzugen, Kapital zu erlangen, das sie länger in den Banken gegen niedrigen Zinsen halten können. Es wäre falsch anzunehmen, dass die Geschäftsbanken nicht in der Lage sind, die Passivseite ihres Budgets zu beeinflussen. Beim Variieren des Zinssatzes, den sie zahlen müssen, und der Kontentypen, die sie anbieten, können die Banken die Kapitalien, die sie anziehen, beeinflussen. Außerdem können die Banken Kredite von anderen Banken oder auch von der Zentralbank aufnehmen, wenn sie als *lender of last resort* agieren darf.<sup>30</sup>

In allen Ländern der Welt sind Spareinlagen ein sehr wichtiger Teil der Bankverbindlichkeiten. Um Kapital zu erwerben, müssen die Banken das Vertrauen der Kunden gewinnen. In vielen Ländern sind die Einlagen der Kunden auf einem gewissen Niveau gesichert. Meldet eine Bank Konkurs an, gehen die Ersparnisse ihrer Kunden nicht ganz verloren.

Der Einlagenversicherungsfonds (DIF) schützt die Kontoinhaber in Bulgarien. Vor seiner Etablierung 1999 garantierte nur die DSK die Einlagen ihrer Kunden (ECB 2001:21). Dies gab der DSK gewisse Vorteile, aber sehr wenige Kunden wussten diesen "kleinen Unterschied" zu den anderen Banken zu schätzen. Die Mehrheit der Bürger glaubten, dass die Regierung für ihre Ersparnisse die Garantie übernimmt, egal ob sie in einer privaten oder staatlichen Bank eingelegt sind. Diese Erwartungen haben sich bestätigt, als die *Jambol-Bank* als erste Bank in Insolvenz geriet. Während der Banken- und Finanzkrise stand die Regierung unter Druck und unterstützte die Einleger von 17 staatlichen und privaten Banken. Nach der Krise stellte sich erneut die Frage nach der Notwendigkeit der impliziten Einlagengarantien. Das Problem wurde mit der Gründung des DIF gelöst, indem er die Ersparnisse der Bürger bis zu einer gewissen Höhe garantierte. Nachdem die DSK ihren Sonderstatus als staatliche Sparkasse verlor, bieten alle Geschäftsbanken in Bulgarien die gleichen Einlagengarantien.

Das Vertrauen in die Finanzinstitutionen ist auch für den Transfer der Ersparnisse in Investitionen sehr wichtig. Da fast alle Banken in den ersten Jahren der Transformation staatlich waren, stellte sich die Frage nach ihrer Solvenz nicht. Das Bankensystem verlor während der Krise das Vertrauen der Bürger; seitdem ist das Wiedergewinnen des Vertrauens eine der Top-Prioritäten des Bankensektors. Gegenwärtig sind gewisse Fort-

---

<sup>30</sup> Seit der Etablierung des Currency Board darf die BNB diese Funktion nicht mehr ausüben.

schritte in diese Richtung zu melden. Die Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken gegen Nichtfinanzinstitutionen und private Personen sind zwischen 1997 und 2000 um 16,8% gewachsen. Das BIP stieg für dieselbe Periode nominal um 49,2%. Umfragen zufolge ist vier Jahre nach der Krise das Vertrauen der Bürger in das Bankensystem immer noch niedrig.<sup>31</sup>

Eine Möglichkeit, die Vertrauenswürdigkeit der Banken zu steigern, wäre die Erhöhung des garantierten Betrages, der gegenwärtig bei 6.900 Lewa liegt. Eine bessere Bankenaufsicht könnte den Missbrauch der Einlagegarantie vermeiden. Ohne eine gute Bankenaufsicht kann es sehr schnell zu einer schweren Finanzkrise kommen.

Die Refinanzierung durch die BNB vor der Krise bildete neben den Ersparnissen der privaten Haushalte einen wichtigen Teil der Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken. Die Zentralbanken der Transformationsländer stellten oft finanzielle Mittel den Geschäftsbanken zur Verfügung, um ihre Liquidität zu sichern. Vor der Krise war die Refinanzierung der Banken durch die BNB als normal empfunden worden. Unglücklicherweise führte die expansive Geldpolitik der BNB zu einer unkontrollierten Erhöhung der Geldmenge, was wesentlich zur Banken- und Finanzkrise beitrug. Nach der Einführung des Währungsrates ist die Refinanzierung der Banken durch die BNB verboten (BNB Jahresbericht 1997:12 f.).

Der Interbankenmarkt bietet eine weitere Möglichkeit für die Finanzierung der Geschäftsbanken. So können die Geschäftsbanken das Geld, das sie im Moment nicht brauchen, kurzfristig an andere Banken ausleihen. Der Markt wurde 1991 etabliert und hat die Effizienz des Bankensektors wesentlich verbessert (BNB Jahresbericht 1991:42 f.). Der Zinssatz der Interbankenkredite variiert im Zusammenhang mit dem Angebot und der Nachfrage von Kapital. Der hohe Zinssatz heutzutage ist einerseits ein Indiz für die restriktive Kreditpolitik der Banken und andererseits das Resultat des verschärften Wettbewerbs unter den Banken um den Zugang zu den knappen Finanzressourcen.

### **3.4 Effizienz des bulgarischen Bankensystems**

Um die Effizienz des bulgarischen Bankensystems zu beurteilen, werden drei Indikatoren benutzt: *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE) und *leverage*. Die Informationen werden den konsolidierten Bilanzen und den Einkommenserklärungen der beiden Bankengruppen – große Banken sowie kleine und mittlere Banken – entnom-

---

<sup>31</sup> Pari, 20.02.2002, S. 4.

men.<sup>32</sup> Wie die folgende Tabelle 12 zeigt, variiert der ROA-Indikator im Bankensystem zwischen 1995 und 1997 von -0,3% bis 5%, der ROE-Indikator von -3,7% bis 115,5%. Die hohen Werte des ROE-Indikators in 1996 und 1997 sind auf die Hyperinflation zurückzuführen. Die hohen Zinssätze in diesen Jahren sind der Grund für die hohen nominalen Erträge. Die Erträge von Kapitalanlagen wuchsen nicht, weil die nominalen Werte der Kapitalanlagen mit der Inflation ebenfalls anstiegen. Da das Kapital mit der Inflation nicht aufgewertet wurde, haben die steigenden Zinseinkommen die Erträge aus Kapitaleinlagen nach oben getrieben (Miller/Petranov 2001:50 f.).

Tabelle 12: Quotienten der Bankeneffizienz

Jahr	Indikatoren	Große Banken	Kleine und mittlere Banken	Gesamt	Inflation (%) des BIP
1995	ROA (%)	-0,1	-1,3	-0,3	32,9
	ROE (%)	-2,6	-6,7	-3,7	
	Leverage	16,2	4,1	12,8	
1996	ROA (%)	-3,3	2,0	3,2	310,8
	ROE (%)	86,2	13,2	65,2	
	Leverage	25,0	5,8	19,5	
1997	ROA (%)	6,8	-0,6	5,0	578,8
	ROE (%)	303,1	-0,6	115,5	
	Leverage	43,7	8,3	22,5	
1998	ROA (%)	2,0	0,9	1,7	1,0
	ROE (%)	36,5	6,9	21,5	
	Leverage	17,0	6,4	11,5	
1999	ROA (%)	3,0	1,4	2,5	6,2
	ROE (%)	30,2	10,5	23,1	
	Leverage	9,0	6,6	8,2	
2000	ROA (%)	3,7	0,6	2,8	11,4
	ROE (%)	34,3	5,1	25,0	
	Leverage	8,3	7,0	7,9	

Quelle: BNB, Jahresberichte der Banken.

Die Gewinne aus der Inflation wurden als normale Gewinne besteuert, obwohl die Banken in der Krise steckten. Das Niveau des Nettogewinns (nach der Besteuerung) der Banken lag niedriger als die Inflationsrate, was die Dekapitalisierung der Banken verschärft. Nach der Krise ist die Inflation gesunken, und die makroökonomischen Rahmenbedingungen haben sich stabilisiert. Die Banken erreichten ein positives reales

<sup>32</sup> Seit 1999 werden die Geschäftsbanken in Abhängigkeit von ihrem Eigenkapital in fünf Gruppen aufgeteilt (BNB Die Geschäftsbanken in Bulgarien, 2001:4)

Wachstum der Erträge aus dem gesamten Eigenkapital, d h sie lagen höher als die Inflationsrate. Die großen waren effizienter als die kleinen und mittleren Banken. Oft sind die Werte der ROA- und ROE-Indikatoren der Großbanken ein paar mal höher als die der kleinen und mittleren Banken. Die Großbanken konnten sogar in der Zeit der Hyperinflation 1997 Gewinne verbuchen. Dagegen haben die kleinen und mittleren Banken in diesem Jahr hohe Verluste eingefahren. Die höhere Effizienz der Großbanken ist auf Grund der Degressionseffekte bei den Kosten durch die optimale Betriebsgröße (*economies of scale*) keine Überraschung. Die Großbanken meldeten ein höheres Leverage als die kleinen und mittleren Banken. So waren sie in der Lage, mehr Geld pro Kapitaleinheit als die anderen einzubeziehen. Bis 1998 hatten die Großbanken 3- bis 4-mal mehr Verbindlichkeiten pro Kapitaleinheit einbezogen als die kleinen und mittleren Banken. Auf Grund des verschärften Wettbewerbs im Bankensektor ist der Unterschied gegenwärtig nicht so groß, aber immer noch deutlich erkennbar.<sup>33</sup> Dies stützt die Hypothese, dass es noch zu viele Banken auf dem kleinen bulgarischen Markt gibt. Viele sind zu klein und ineffizient. Die bulgarische Regierung sollte die weitere Konsolidierung des Bankensektors unterstützen, um eine langfristige Stabilisierung des Bankensystems zu ermöglichen.

---

<sup>33</sup> Pari, 26.03.2002, S. 3.

## 4 Staatsverschuldung

### 4.1 Historische Entwicklung

Die Staatsverschuldung war eines der größten Probleme in Bulgarien am Anfang der Wirtschaftstransformation. 1991 betrug die gesamte Staatsverschuldung 11,2588 Mrd. US-Dollar, wobei der Anteil der Auslandsschulden 93% der gesamten Verschuldung ausmachte und 180,7% des BIP entsprach. Die Auslandsschulden setzten sich vor allem aus Krediten von privaten und bilateralen Kreditgebern und von Banken der ehemaligen RGW-Länder<sup>34</sup> zusammen. Die Inlandsverschuldung bestand zum größten Teil aus BNB-Krediten und Krediten von Geschäftsbanken. 23% davon waren Staatspapiere, die von der DSK und den anderen Geschäftsbanken emittiert wurden (Ministerium der Finanzen 2000:13)<sup>35</sup>.

In den folgenden drei Jahren wuchs die gesamte Staatsverschuldung nominal und belief sich auf 14,4012 Mrd. US-Dollar im Jahr 1994. Allerdings sank sie bezogen auf das BIP in 1993 auf 146% und stieg 1994 wieder auf 180%. Diese Periode charakterisierte sich durch Steigerung der Inlandsverschuldung und Senkung der Auslandsverschuldung in nominalen Werten sowie Abwertung der bulgarischen Lewa. Die Zinszahlungen schwankten in der genannten Periode zwischen 14% und 33% der Exporterlöse und zwischen 14% und 28% der Haushaltsausgaben. Eine nominale Reduzierung von 3 Mrd. US-Dollar wurde zwischen 1995 und 1998 erreicht. Während derselben Periode wies die Staatsverschuldung bezogen auf das BIP eine starke Volatilität auf, von 303% des BIP in 1996 bis 86% in 1998 (Ministerium der Finanzen 2000:13).

#### *Auslandsschulden*

Die Schulden, die bis 1991 gemacht wurden, bildeten den überwiegenden Teil der Staatsverschuldung. Der Londoner Club war der größte Kreditgeber. Als Ergebnis der Vereinbarungen mit dem Londoner Club wurde die Staatsverschuldung 1994 um 1 Mrd. US-Dollar reduziert. Die *Brady-Bonds*-Auslösung nach dem *Debt-Equity-Swap*-Schema betrug 140,4 Mio. US-Dollar. Die Verbindlichkeiten gegen die Kreditgeber des Pariser Clubs definierte man in einer Reihe von Vereinbarungen vor 1998. Die Abkommen über die Schuldenreduktion, den Abschreibungsplan und die Wechselkursfluktuationen bestimmten die Dynamik der Staatsverschuldung.

---

<sup>34</sup> Der Rat für gegenseitige Wirtschaftshilfe (RGW) existierte bis 1991.

<sup>35</sup> Das Ministerium der Finanzen veröffentlichte 1999 zum ersten Mal einen Jahresschuldenbericht.



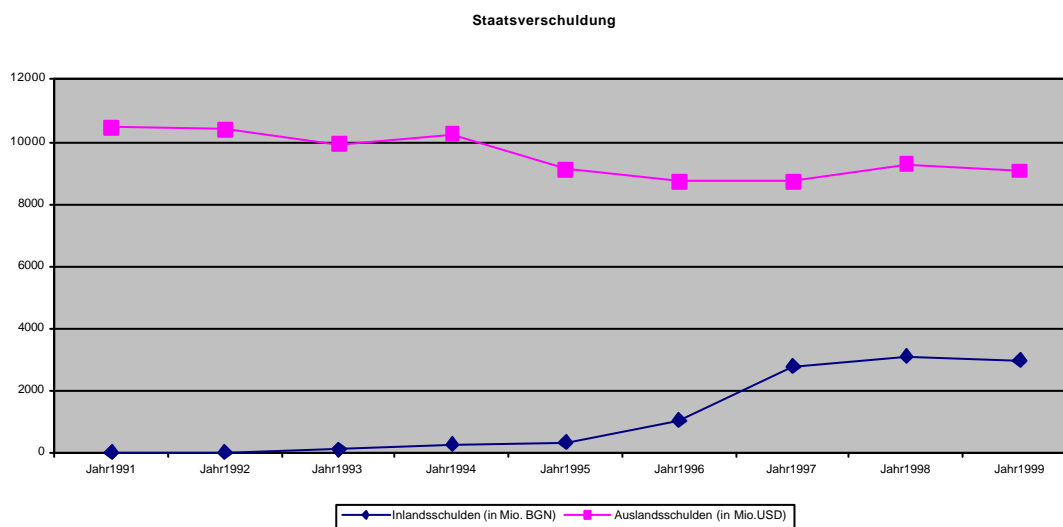
In den Neunzigerjahren stieg der Kreditanteil von offiziellen Gläubigern wie der Weltbank, dem IWF, der G-24 und der EU von 7% im Jahr 1991 bis 13,5% in 1998. Für die gleiche Periode traf man mehr als zehn Vereinbarungen mit dem IWF. In den Jahren 1997/98 wurden die Schuldenprobleme zwischen Bulgarien und den ehemaligen sozialistischen Ländern im Grunde genommen gelöst. Über die Schulden Bulgariens zu der ehemaligen DDR, zur Polnischen Zentralbank und zur Internationalen Bank für wirtschaftliche Kooperation wurde weiter verhandelt (Ministerium der Finanzen 2000:14).

### *Inlandsverschuldung*

In den Neunzigerjahren stieg die Inlandsverschuldung auf Grund der Finanzierung der Haushaltsdefizite aus inländischen Quellen an. Ein weiterer Einflussfaktor war die Finanzierung der bankrotten Staatsunternehmen sowie der neu gegründeten Geschäftsbanken (Chaillié 1996:4).

1990 wurden zum ersten Mal Staatspapiere zur Finanzierung des Budgetdefizits emittiert. Sie waren für die Öffentlichkeit bestimmt und wurden bis 1993 über das Filialnetz der DSK und anderer Geschäftsbanken untergebracht. Außerdem werden seit 1992 *book-entry* Staatspapiere emittiert, die bei von der BNB organisierten Auktionen verkauft werden. Im Laufe der ersten zwei Jahre lag die Laufzeit dieser Emissionen bei maximal einem Jahr. Nach 1993 wurden Staatspapiere mit einer Laufzeit von zwei bis fünf Jahren ausgegeben (Ministerium der Finanzen 2000:15).

Abbildung 4:



Quelle: Eigene Ausführung, Daten: MF 2000, BNB Jahresberichte.

BNB-Kredite benutzte der Staat auch zur Finanzierung des Haushaltsdefizits, ihr Anteil sank jedoch allmählich mit der Entwicklung des Marktes für Staatspapiere. Während der Finanzkrise 1996/97 stieg der Anteil der BNB-Kredite stark an und sank wieder mit der Etablierung des Currency Board. Bis 1994 wurden viele Staatspapiere emittiert mit dem Ziel, das Bankensystem zu stabilisieren, da viele Geschäftsbanken auf Grund der Vergabe von uneinbringbaren Krediten an staatliche Unternehmen in ernsthafte Liquiditätsschwierigkeiten gerieten. Zur Stabilisierung des Bankensystems nach der Krise und zur Überwindung der negativen Auswirkungen infolge der Insolvenz von 15 Banken wurden 1996 Schulden in Höhe von 90,8 Mio. BGN und 190,6 US-Dollar aufgenommen (Ministerium der Finanzen 2000:15).

#### **4.2 Vereinbarung mit dem Londoner Club von 1994**

Die Umstrukturierung der Auslandsschulden nach dem Brady-Schema wurde 1994 durchgeführt. Die Vereinbarung mit dem Londoner Club damals führte zu einer umfassenden Restrukturierung der Auslandsschulden Bulgariens an seine ausländischen Kreditgeber. Diese Vereinbarung umfasst alle qualifizierte Verbindlichkeiten der bulgarischen Außenhandelsbank (die heutige *Bulbank*), alle emittierten Bankbriefe bis zum 29. März 1999, als das Moratorium für die Staatsverschuldung angekündigt wurde. In Übereinstimmung mit der Vereinbarung hatte Bulgarien eine Reihe von Alternativen für das Bedienen der uneinbringbaren Kredite präsentiert. Die erste Alternative sah den Rückkauf eines Teils der Kredite seitens der Regierung vor. Gleichzeitig konnten die Kreditgeber ihre überfällige Kredite gegen drei verschiedene Typen von Brady-Bonds austauschen: *Discount Bonds* (DISCs), *Interest Arrears Bonds* (IABs) und *Front Loaded Interest Reduction Bonds* (FLIRBs). Dieser Austausch führte zur Verbesserung der Struktur der Auslandsschulden. Auf Grund des Angebots der Kreditgeber hat Bulgarien Brady-Bonds in Höhe von 5,118 Mrd. US-Dollar emittiert und damit die aufgelaufenen Schulden über 8 Mrd. US-Dollar ersetzt (Ministerium der Finanzen 2000:18).

Der Aussteller hat das Recht, alle oder einen Teil der jeweiligen Brady-Bonds abzurufen. Der Abruf erfolgt auf *pro-rata* Basis, wobei alle Anleihenbesitzer mit berücksichtigt werden. Zu diesem Zweck macht der Aussteller ein öffentliches Angebot oder führt am offenen Markt Transaktionen gemäß aller gesetzlichen Anforderungen durch. Laut Vereinbarung kann der Abruf nur unter der Bedingung stattfinden, dass die Regierung die Zahlungen von Kapital und Zinsen von keinem der Brady-Bonds nicht eingestellt hat. Der *Collateral Agent* ist verpflichtet, die erforderliche Sicherheit im Auftrag der

DISCs- und FLIRBs-Besitzer zu halten. Im Fall eines Rückkaufs oder Wechsels wird der Pfand dieser Bonds freigegeben (Ministerium der Finanzen 2000:18).

Die *Front Loaded Interest Reduction Bonds* (FLIRBs) wurden emittiert, um die Gesamtmenge des Kapitals der bedingten Schulden zu ersetzen. Mit diesen Bonds erleichterte man die Bedienung der Schulden. Die FLIRBs werden nach 18 Jahren fällig. Sie können als Zahlungsmittel, gleich 50% ihres Wertes, bei den Privatisierungsauktionen benutzt werden. Die FLIRBs wurden am 28. Juli 1994 in zwei Tranchen insgesamt für 1,658 Mrd. US-Dollar emittiert: Die erste Tranche betrug 1,489 Mrd. US-Dollar, die zweite – 169 Mio. US-Dollar. Der Zinssatz ist flexibel. In den ersten zwei Jahren beträgt der Zinssatz der ersten Tranche 2%, im dritten und vierten Jahr – 2,25%, im fünften Jahr – 2,5%, im sechsten Jahr – 2,75% und im siebten Jahr – 3%. Ab dem achten Jahr entspricht die Höhe des Zinssatzes der Höhe der sechsmonatigen LIBOR (US-Dollar) plus 13/16%. Der Zinssatz der zweiten Tranche wird auch so bestimmt, es werden aber zusätzlich 0,5% für jede einzelne Anzahlung berechnet. Am 28. Januar und am 28. Juli erfolgen die Zinszahlungen. Die Tilgung beginnt nach dem achten Jahr, d. h. am 29. Juli 2002, und wird in 21 gleich großen Ratenzahlungen halbjährlich angezahlt. Akzeptable Investitionen in in Dollar denominierte Staatspapiere decken die Zinszahlungen für die ersten sieben Jahre. Die Sicherheit beträgt 2,6% des Nettokreditbetrages und die Einnahmen aus dem Pfand werden solange einbehalten, bis sie die Summe der jährlichen Zinszahlungen – bei 3% berechnet – erreicht haben.<sup>36</sup>

Die *Discount-Bonds* (DISCs) haben eine Laufzeit von 30 Jahren. Die Vereinbarung mit dem Londoner Club beinhaltete die Abschreibung von 50% des Nettokapitalbetrages der umgetauschten Staatsschulden. Diese Transaktion führte zur Reduzierung der Schulden um 1,86 Mrd. US-Dollar. Die DISCs können zu 100% ihres Wertes bei Privatisierungsauktionen benutzt werden. Sie wurden in zwei Tranchen mit einer Gesamtsumme von 1,850 Mrd. US-Dollar am 28. Juli 1994 emittiert. Die erste Tranche betrug 1,685 Mrd. US-Dollar und die zweite – 165 Mio. US-Dollar. Der Zinssatz ist flexibel. Er wird für die erste Tranche nach der sechsmonatigen LIBOR (US-Dollar) plus 13/16% berechnet. Für die zweite Tranche werden zusätzlich 0,5% für jede Anzahlung verlangt. Die Zinszahlungen werden zwei mal im Jahr, am 28. Januar und am 28. Juli, abgewickelt. Die Tilgung erfolgt auf einmal (*bullet*) am Fälligkeitstag oder kurz danach. Für den Nettokapitalbetrag werden 30-jährige *US Treasury zero-coupon Bonds* als Sicherheit ver-

---

<sup>36</sup> Pari, 10.03.2002, S. 6.

langt. Die Sicherheit für die Zinsen besteht aus *US Treasury Securities*, die die jährlichen Zinszahlungen in Höhe von 7% des Nettokreditbetrages decken.

Die *Interest Arrears Bonds* (IABs) ersetzen alle aufgelaufene Zinsen der Schulden der *Bulbank* bis zum 29. März 1990. Die IABs werden nach 17 Jahren fällig. Für diese Bonds wird keine Sicherheit verlangt, sie können bei Privatisierungsauktionen nicht benutzt werden. Am 28. Juli 1994 wurden sie in einer Tranche im Wert von 1,610 US-Dollar emittiert. Die Höhe des Zinssatzes entspricht der sechsmonatigen LIBOR plus 13/16%. Er wird zwei mal im Jahr, am 28. Januar und am 28. Juli, angezahlt. Die Tilgung begann am 30. Juli 2001 nach einer 7-jährigen Gratisperiode und wird in 21 nicht gleich großen halbjährigen Ratenzahlungen durchgeführt. Die Ratenzahlungen als Prozent des Nettokapitalbetrages werden wie folgt angezahlt:

- 1. - 6. Ratenzahlung 1% des Nettokapitalbetrages,
- 7. - 11. Ratenzahlung 3% des Nettokapitalbetrages,
- 12. - 16. Ratenzahlung 6% des Nettokapitalbetrages,
- 17. - 21. Ratenzahlung 9,8% des Nettokapitalbetrages.<sup>37</sup>

### **4.3 Schuldeninstrumente für den Inlandsmarkt**

#### *Staatspapiere zur Finanzierung des Haushaltsdefizits*

Das Ministerium der Finanzen emittierte Staatsanleihen zur Finanzierung des Budgetdefizits gemäß dem Haushaltsgesetz und der Verordnung Nr. 5 des Ministeriums der Finanzen und der BNB. Seit 1993 wurden Staatspapiere nur in *book-entry* Form emittiert. Diese werden am Primärmarkt durch Auktionen verkauft. Als Primärdealer können nur solche Firmen tätig sein, die die Genehmigung haben, Angebote bei Auktionen auf konkurrierender oder nicht konkurrierender Basis zu machen. Primärdealer unterbreiten konkurrierende Angebote im Auftrag von Kunden, die Finanzintermediäre oder Banken sind. Dagegen werden die nicht konkurrierenden Angebote im Auftrag von Kunden unterbreitet, die weder Banken noch Finanzintermediäre sind (Ministerium der Finanzen 2000:25).

Die Primärdealer ordnen und akzeptieren die Angebote nach den angegebenen Preisen geordnet und akzeptiert, bis die vorbesprochene Menge bei der Auktion erreicht wird. Jedem Teilnehmer werden die Staatspapiere entsprechend seines Preisangebots verge-

---

<sup>37</sup> Pari, 10.03.2002, S. 6.

ben. Nicht konkurrierende Angebote gewährt man bei dem durchschnittlichen Preis, der bei der Auktion erreicht wurde. Der Ausgleich (*settlement*) wird am zweiten Arbeitstag nach der Auktion gemacht.

Das zentrale Register für Staatspapiere befindet sich bei der BNB. In ihm trägt sie alle Transaktionen der Primärdealer, die ein Konto bei der BNB führen, ein. Die Primärdealer pflegen auch Register für Staatspapiere, in denen sie die Transaktionen zwischen ihnen und ihren Kunden erfassen. Wenn die Transaktionen zwischen Individuen und juristischen Personen, die keine Banken oder Finanzintermediäre sind, durchgeführt werden, bekommen die Inhaber der Staatspapiere Zertifikate vom Primärdealer, der das Register pflegt. Die gleiche Prozedur gilt auch für ausländische Investoren in Bulgarien. Sie brauchen keine weiteren Bedingungen zu erfüllen.

Der Finanzminister bestimmt, wann und unter welchen Konditionen die Staatspapiere emittiert werden. Dies gibt die BNB mindestens drei Arbeitstage vor der Auktion bekannt. Die Laufzeit der Staatspapiere zur Haushaltsfinanzierung beträgt zwischen 7 Tagen und 10 Jahren. Die Rendite für die dreimonatigen Staatspapiere, welche wöchentlich emittiert werden, bildet den Leitzins für die Periode bis zur nächsten Emission. Das Finanzministerium erstellt und veröffentlicht den Plan für die Staatspapieremissionen für das laufende Jahr, welcher Angaben über Datum, Volumen, Laufzeit und Typ der Emissionen umfasst. Damit Staatspapiere an der Börse gehandelt werden können, dürfen die strengen Regeln der Verordnung Nr. 5 des Finanzministeriums nicht verletzt werden. Die Verwendung der Staatspapiere für Sekundärtransaktionen kann nur mit Zustimmung des Finanzministers und des Direktors der BNB stattfinden (Ministerium der Finanzen 2000:25).

#### *Staatspapiere zur Finanzierung der Strukturreform*

Die Regierung hatte Staatspapiere für die Strukturreform emittiert, um die bei den Geschäftsbanken vor der Finanzkrise akkumulierten uneinbringbaren Kredite der Staatsunternehmen zu ersetzen. Zwischen 1991 und 1994 wurden in Lewa denominierte Anleihen gemäß dem Dekret des Ministerrates Nr. 244/91 und Nr. 186/93, dem Artikel 4 des ZUNK-Gesetzes vom 31. Dezember 1990 und 1993 und dem Dekret Nr. 5/94 des Ministerrates ausgestellt. Außerdem wurde eine in Dollar gezeichnete Emission nach Artikel 5 des ZUNK-Gesetzes ausgegeben (Ministerium der Finanzen 2000:25).

Das Ziel dieser Emissionen war, die Schulden des Wirtschaftssektors in Staatsverschuldung zu transformieren. Die Unternehmen mit den restrukturierten Krediten blieben

weiterhin Schuldner, aber nicht mehr der Banken, sondern des Staates. Diese Veränderung hatte zwei Ziele: zum einen die uneinbringbaren Kredite von den Bankenbilanzen zu entfernen, und zum anderen die weitere Entwicklung des Realsektors voranzutreiben. Diese *Treasury Bonds* sind in *book-entry* Form emittiert, was einerseits die Kosten reduziert und andererseits ihr Handeln am Sekundärmarkt vereinfacht. Das Register für diese Bonds wird bei der BNB gehalten. Die Staatspapiere für die Strukturreform werden nach den strikten Regeln der Verordnung Nr. 5 des Finanzministeriums gehandelt. Die *Treasury Bonds* haben in der Regel eine Laufzeit von 25 Jahren. Eine Ausnahme bilden die Anleihen mit einer Laufzeit von 19 Jahren gemäß dem Dekret Nr. 244/91 des Ministerrates sowie diese, die gemäß dem Dekret Nr. 186/93 nach 24 Jahren fällig werden. Die Tilgung beginnt nach 5 Jahren und wird in gleich großen Ratenzahlungen angezahlt (Ministerium der Finanzen 2000:26).

Die Höhe des Zinssatzes der in Lewa denominierten Bonds wird vom Leitzins bestimmt und wie folgt berechnet: Im ersten und zweiten Jahr -  $1/3$  des Leitzinses; im dritten und vierten Jahr -  $1/2$  des Leitzinses; im fünften und sechsten Jahr -  $2/3$  des Leitzinses; ab dem siebten Jahr bis zur Fälligkeit der Anleihen wird der Leitzins gezahlt. Diese Bestimmung des Zinssatzes gilt nicht für die Emission gemäß dem Dekret Nr. 244/91 des Ministerrates, wo der Zinssatz dem Leitzins plus 1% entspricht. Der Zinssatz der in Dollar denominierten Emission basiert auf der sechsmonatigen LIBOR (US-Dollar) und berechnet sich nach dem Durchschnitt der täglichen LIBOR innerhalb der letzten sechsmonatigen Zinsperiode. Die Zinsen werden halbjährig gezahlt, Anleihen in einer ausländischen Währung nach Artikel 5 des ZUNK-Gesetzes emittiert. Der Gesamtschuldenbetrag wird in BGN zum Wechselkurs der BNB für den Tag der Zahlung beglichen. Bei Privatisierungstransaktionen werden die in Dollar denominierten Anleihen mit ihrem vollen nominalen Wert, dagegen die Anleihen in Lewa zu 80% ihres Wertes akzeptiert (Ministerium der Finanzen 2000:26).

#### *Deposit Insurance Government Bonds*

Die Verfahren für die Emission und die Bedienung der *Deposit Insurance Government Bonds* erfolgen nach dem Gesetz über die staatliche Protektion der Depositen und Konten bei den Geschäftsbanken. Laut Gesetz setzt sich die Regierung für die Rechte der Individuen und juristischen Personen ein, die Depositen und Konten bei einer in Insolvenz geratenen Geschäftsbank besitzen. Durch die Emission dieser Bonds werden die Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken gegen Kontoinhaber in Staatsschulden trans-

formiert und die Bedienung der Emission wird vom Haushalt übernommen. Von 1996 bis 1998 hat die Regierung in Lewa denominierte *Deposit Insurance Government Bonds* in Höhe von 90,8 Mio. BGN und in Devisen in Höhe von 190,6 Mio. US-Dollar emittiert.

Die in Lewa denominierten Bonds besitzen eine Laufzeit von sieben Jahren, wobei ihre Tilgung in sieben gleich großen Raten jährlich stattfindet. Der Zinssatz wird am Leit-zins orientiert und halbjährlich gezahlt. Die *Foreign Currency Deposit Insurance Government Bonds* werden nach drei Jahren fällig und auf einmal in Dollar getilgt. Der Zinssatz entspricht der durchschnittlichen LIBOR für die letzten sechs Monate plus 2%. Diese Bonds können nur zwischen Geschäftsbanken transferiert werden, deren Hauptsitz in Bulgarien liegt (Ministerium der Finanzen 2000:27).

#### *Government Securities Earmarked For Sale To Individuals (Target Issues)*

Diese Staatspapiere werden für kleine Investoren, Inländer und Ausländer, in *book-entry* Form emittiert. Die Investoren können diese *Target Issues* vom Schalterbeamten der ausgewählten Primärdealer kaufen, die über eine entsprechende Genehmigung des Finanzministeriums verfügen. Der Verkauf dieser Staatspapiere dauert zwei Wochen nach dem Emissionsdatum. Während der ersten Unterbringung fixiert das Finanzministerium den Verkaufspreis. Das Volumen des Verkaufs von *Target Issues* ist limitiert bis auf 20% der gesamten Staatspapiere, die am lokalen Markt während des laufenden Jahres emittiert werden. Die Individuen können uneingeschränkt viele Wertpapiere kaufen. Das Minimum *par value* ist 50 BGN. Mindestens sechs Monate nach dem Kauf der Wertpapiere ist ihr Weiterverkauf durch deren Besitzer zu Preisen erlaubt, die das Ministerium der Finanzen bestimmt (Ministerium der Finanzen 2000:27 f.).

## **4.4 Dynamik und Struktur der Staatsverschuldung**

### **4.4.1 Dynamik und Struktur der inländischen Staatsverschuldung**

Ende 1999 belief sich die Höhe der inländischen Staatsverschuldung 2,9634 Mrd. BGN. Der Anteil der Staatspapiere zur Finanzierung des Haushaltsdefizits betrug im gleichen Jahr 27,2% und zur Finanzierung der Strukturreform 31,0% der gesamten Inlandsschulden. Dagegen machten die in Lewa denominierten Staatsgarantien 31,05%, die in Euro denominierten Staatsgarantien 3,27% und die *Deposit Insurance Government Bonds* 7,52% der gesamten Inlandsverschuldung aus. In 1999 wurden Staatspapiere mit Gesamtwert von 938,7 Mio. BGN emittiert. Das Volumen der in Lewa denominierten

Staatspapiere betrug 841,8 Mio. BGN und der in Euro denominierten – 96,9 Mio. BGN. Trotz der Verteuerung des Dollars im Jahr 1999 sank der Anteil der in Dollar denominierten Bonds um 12% auf 51,8%. Die in Lewa denominierten Schulden stiegen dagegen um 5% auf 43,5% der gesamten Inlandsverschuldung. Die gesamte Inlandsverschuldung betrug im Jahr 1999 13,2% des BIP, das waren 1,2% weniger als im vergangenen Jahr (Ministerium der Finanzen 2001:15).

Von 1999 bis November 2001 sank die gesamte Inlandsverschuldung nominal um 1,1427 Mrd. BGN auf 1,8207 Mrd. BGN. Der Anteil der Staatspapiere zur Finanzierung des Haushaltsdefizits hat sich im Vergleich zu 1999 mehr als verdoppelt, der zur Finanzierung der Strukturreform ist um 12% gestiegen. Dagegen schrumpfte der Anteil der Staatsgarantien in 2001 auf 0,4% der gesamten Inlandsverschuldung. Im Jahr 2001 betrug der nominale Wert der Emissionen für die Haushaltsfinanzierung 1,041 Mrd. BGN und für die Strukturreform 772,017 Mio. BGN. Das Volumen der emittierten Staatspapiere hat sich zwischen 1999 und 2001 fast verdoppelt. Der Anteil der in ausländischen Währungen emittierten Staatspapiere ist in dieser Periode wesentlich gestiegen.

Da die inländische Verschuldung nur 19% der gesamten Staatsverschuldung ausmacht und fast die Hälfte davon in Lewa denominiert ist, stellt sie im Gegensatz zu der Auslandsverschuldung keine Gefahr für das bulgarische Finanzsystem dar (Ministerium der Finanzen 2001:15).

#### **4.4.2 Dynamik und Struktur der ausländischen Staatsverschuldung**

Die Auslandsstaatsverschuldung belief sich im Jahr 1999 auf 9,070 Mrd. US-Dollar, 55% davon in Form von *Brady-Bonds* entsprechend der Vereinbarung mit dem Londoner Club von 1994. Die Schulden beim IWF betragen 12,5% der gesamten Auslandsverschuldung, bei der Weltbank und dem Pariser Club jeweils 9% und bei der EU 4,4%. Die Staatsgarantien waren 7,2%, von denen ca. 2/3 die Verbindlichkeiten gegenüber diversen Budgetinstitutionen ausmachten. Der Anteil der in Euro denominierten Schulden betrug 15,8%, der in Dollar 65,4% und in anderen Währungen 18,8%. Zudem stieg der Prozentsatz der festverzinslichen Schulden in 1999 hauptsächlich auf Grund der Restrukturierung nach den Vereinbarungen mit den Londoner und Pariser Clubs sowie dem IWF (Ministerium der Finanzen 2001:29).

Die durchschnittliche Laufzeit der Auslandsschulden betrug im Schnitt 12,9 Jahren. Über 80% der Schulden waren nach mehr als fünf Jahren fällig. Vom Ende des Jahres 1999 bis November 2001 schrumpfte die Auslandsverschuldung nominal um 476,9



Mio. US-Dollar auf 8,5932 Mrd. US-Dollar. Ab 1997 verfolgte die Regierung eine Politik, bei der die Neuverschuldung in Euro stattfinden sollte, um die negativen Auswirkungen aus der Fluktuation der Wechselkurse zu minimieren. So stieg der Anteil der in Euro denominierten Schulden in 2001 im Vergleich zu 1999 um 2,3% auf 18,1% auf Kosten des Anteils in anderen Währungen, der um 2,4% auf 16,4% sank. Der Anteil der in Dollar denominierten Schulden blieb mit 65,5% im Jahr 2001 im Vergleich zu 1999 dagegen fast unverändert. Die Struktur der Auslandsverschuldung hat sich zwischen 1999 und 2001 nur leicht verändert. Wieder bilden die *Brady-Bonds* mit 55,4% den größten Anteil der Auslandsschulden. Die Verpflichtungen gegen dem IWF im Jahr 2001 sind mit 12,4% fast gleich so hoch wie in 1999. Der Anteil der Schulden gegenüber der Weltbank stieg um 0,8% auf 9,8% und gegenüber der EU um 0,4% auf 4,4%. Dagegen sind die Anteile der Staatsgarantien und des Pariser Club auf 5,7% bzw. 4,5% gesunken.

Der Anteil der in Dollar denominierten Staatspapiere ist von 1999 bis 2001 um weitere 18,1% auf 33,7% gesunken, der Anteil der in Lewa denominierten Staatspapiere ist dagegen um 15,3% auf 58,8% weiter gestiegen. Der Anteil der Staatspapiere in Fremdwährungen ist von 4,7% im Jahr 1999 auf 6,5% in 2001 gestiegen. Die Laufzeitenstruktur der Staatspapiere zur Finanzierung des Haushaltsdefizits hat sich zwischen 1999 und 2001 ebenfalls geändert. Die durchschnittliche Laufzeit war im Jahr 1998 14 Monate, stieg auf 21 Monate in 1999 und betrug im November 2001 2 Jahre und 11 Monate. Der Grund dafür liegt in der steigenden Nachfrage nach Staatspapieren mit einer mittleren und längerfristigen Fälligkeit (Ministerium der Finanzen 2001:29).

## 5 Währungsrat

Nachdem die beiden anderen Transformationsländer und EU-Beitrittskandidaten Estland und Litauen in den Jahren 1991 bzw. 1994 einen Währungsrat (Currency Board) etabliert hatten, folgte ihnen Bulgarien am 1. Juli 1997. In vielen Aspekten erwies sich das Currency Board als großer Erfolg (Jalnazov 2001:1 f.). Die Hyperinflation im Februar 1997 sank von 578% auf 1% in 1998 und stieg auf 6,2% in 1999. Trotz steigender Ölpreise betrug die Inflation 2000 nur 11,4%. Die starke Senkung der nominalen Zinssätze führte zu einer erheblichen Senkung des Haushaltsdefizits. Die Wirtschaft erholte sich und begann wieder zu wachsen. Der erreichte Wirtschaftszuwachs war schwächer als man sich von einer erholenden Wirtschaft erwartete (EBRD 2000:149).

Teilweise resultierte dieser Erfolg aus der gestiegenen Disziplin überall in der Wirtschaft. Nicht nur die Machtbefugnis der Politiker, die Geldpolitik zu bestimmen, wurde beschränkt. Auch die Refinanzierung der Geschäftsbanken durch die BNB wurde limitiert, was zu einer Verringerung der Kreditvergabe an staatliche Unternehmen seitens der Geschäftsbanken führte. Auf diese Weise wurden die staatlichen Unternehmen zur Restrukturierung gezwungen. Da die Finanzierung der Regierung durch die BNB auch verboten wurde, wirkte sich dies disziplinierend auf die Fiskalpolitik der Regierung aus. Die Glaubwürdigkeit des festen Wechselkurses unterscheidet das Currency Board von anderen Währungsregimes. "A currency board is at bottom an arrangement that legislates a particular monetary rule: a rule that changes in the monetary base will be equal to the country's overall balance of payments surplus or deficit." (Williamson 1995:1).

Die Glaubwürdigkeit des Währungsrates hängt von politischen und wirtschaftlichen Faktoren ab. Um sie nachhaltig zu erhalten, muss der Währungsrat über genügend Devisenreserven verfügen, damit die lokale Währung jederzeit gegen die Ankerwährung oder andere Fremdwährungen umgetauscht werden kann. Die Regierung sollte auch politisch den festen Wechselkurs unterstützen und bestimmte negative Umstände in Kauf nehmen. Um Vertrauen in das Currency Board zu gewinnen und den vereinbarten Wechselkurs vor Änderungen zu schützen, wurde 1997 das Gesetz über den Währungsrat in Bulgarien verabschiedet (BNB Jahresbericht 1997:11). Mit der Etablierung des Currency Board entschied man, die bulgarische Lewa an die DM anzukoppeln. Eine DM wurde für 1000 BGL ausgetauscht. Nach der Denominierung der Lewa ab 1. Januar 1999 war 1 Lewa = 1 DM. Mit der Einführung des Euro am 1. Januar 2002 ist 1 Euro = 1,95558 Lewa. Bis jetzt wurde der bulgarische Währungsrat weder wirtschaftlich noch

politisch unter Druck gesetzt. Die wachsenden Leistungsbilanzdefizite können in naher Zukunft zu Problemen führen. Wie im letzten Kapitel erwähnt, kann die hohe Auslandsverschuldung den Währungsrat gefährden. Seit dem Ende der Finanzkrise 1997 bedient Bulgarien regelmäßig seine Schulden. Steigt aber das Leistungsbilanzdefizit weiter, kann dies nicht mehr gelingen. Ein weiteres Problem besteht darin, dass der automatische Mechanismus, der den Leistungsbilanzausgleich unter dem Currency Board in Stand hält, viele wirtschaftliche Schmerzen hervorrufen kann, die politisch auf lange Sicht nicht zu ertragen sind. (Miller/Petrano v 2001:90)

Um diese strittigen Fragen zu analysieren, müssen zuerst die spezifischen Merkmale des bulgarischen Currency Board erläutert werden. Als Basis wird der Untersuchungsrastrer von Williamson (1995) benutzt, der eine Liste mit Vor- und Nachteilen des Währungsrates präsentiert.

### **5.1 Spezifische Merkmale des bulgarischen Währungsrates**

Vor der Etablierung des Currency Board waren das Emissions- und das Banking-Department der BNB nicht getrennt, es gab nur eine konsolidierte Bilanz. Nach der Einführung des Währungsrates wurde die BNB in drei Hauptdepartments aufgeteilt: das Banking-Department, das Emissions-Department und das Bankenaufsichts-Department. Außerdem wurden getrennte Bilanzen für die Emissions- und Banking-Departments erstellt. Diese neue Aufteilung bringt wichtige Vorteile für Bulgarien als ein hochverschuldetes Land mit laufendem IWF-Programm. Normalerweise führt die Zunahme der Devisenreserven zur Steigerung der Geldmenge und deren Abnahme zur Senkung der Geldmenge (BNB Jahresbericht 1997:115 ff.).

Bei der Gestaltung des Währungsrates in Bulgarien wurden die Bilanzen so aufgestellt, dass alle die Staatsverschuldung betreffenden Operationen sich keinesfalls auf die Geldmenge auswirken sollten. Auf Grund der neuen Umstrukturierung der BNB haben die IWF-Tranchen sowie die Tilgungen und die Zinszahlungen keine Auswirkungen auf die Geldmenge. Dies wird anhand des folgenden Beispiels erläutert: Bekommt Bulgarien z. B. einen zusätzlichen Kredit vom IWF in Höhe von 100 Mio. US-Dollar, sind die Devisenreserven und die Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF um 100 Mio. höher geworden. Die Abrechnung ist in Wirklichkeit komplizierter. Zuerst wird die Summe von 100 Mio. US-Dollar in die Bilanzen der Emissions- und Banking-Departments eingetragen (siehe Tabelle 13 und Tabelle 14). Durch diese Transaktion steigt die Höhe der Fremdwährungsreserven an, es werden aber weder die Höhe des umlaufenden Geldes

noch der Betrag in den Bankdepositen und -girokonten beeinflusst. Wenn diese Posten unverändert bleiben, wird sich die Geldmenge auch nicht verändern.

*Tabelle 13: Emissions-Department*

AKTIVA	PASSIVA
Bargeld in Devisen + 100 Mio.	Banking-Department Depositen + 100 Mio.

*Tabelle 14: Banking-Department*

AKTIVA	PASSIVA
Emissions-Department Deposit + 100 Mio.	Darlehen vom IWF + 100 Mio.

*Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 64.*

Nach dieser Transaktion hat die Regierung neunzig Tage Zeit, um sich zu entscheiden, ob sie dieses Geld auf ihr Konto überweisen lassen will. Werden die Gelder auf das Regierungskonto transferiert, sehen die Bilanzen der Emissions- und Banking-Departments wie folgt aus:

*Tabelle 15: Emissions-Department*

AKTIVA	PASSIVA
	Banking-Department Deposit -100 Mio.

*Tabelle 16: Banking-Department*

AKTIVA	PASSIVA
Emissions-Department Deposit - 100 Mio.	
Forderungen gegen die Regierung + 100 Mio.	

*Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 65.*

Diese neue Transaktion wirkt sich weder auf das umlaufende Geld noch auf die Mindestreserven bei der BNB aus. Es ist sehr wichtig, dass die Geldüberweisung auf das Regierungskonto bei der BNB abgewickelt wird. Werden die Gelder auf das Regierungskonto bei einer Geschäftsbank transferiert, dann ändert sich die Höhe der Mindestreserven bei der Bank und somit die Geldmenge (Miller/Petranov 2001:64).

Das Banking-Department wurde etabliert, um die Geschäftsbanken im Falle einer Bankenkrise mit Ressourcen zu versorgen. Kommt es zu einer Krise, kann das Banking-Department Kredite in Lewa an die Geschäftsbanken gewähren. Die Kredite sollen gesichert sein, die Bilanzposten der Emissions- und Banking-Departments werden verän-

dert. In diesem Fall werden die Beträge in den Bankdepositen und -girokonten steigen. Da sie Teil der monetären Basis sind, steigt die Geldmenge auch.

Tabelle 17: *Emissions-Department*

AKTIVA	PASSIVA
	Bankdepositen und Girokonten + 100 Mio.

Tabelle 18: *Banking-Department*

AKTIVA	PASSIVA
Kredite an Banken + 100 Mio.	
Depositen beim Emissions-Department -100 Mio.	

Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 66.

Wenn die Geschäftsbanken in finanzielle Schwierigkeiten geraten und von der BNB kreditiert werden, steigt die monetäre Basis.<sup>38</sup> Solange diese Kredite die Mindestreserven bei der BNB nicht übersteigen, bleibt die monetäre Basis unter dem Niveau der Devisenreserven bei der Zentralbank. Solange die Fremdwährungsreserven größer als die monetäre Basis sind, wird die BNB in der Lage sein, den festen Wechselkurs zu garantieren. Beginnen die Leute ihre Ersparnisse von den Geschäftsbanken abzuheben, um sie in Euro umzutauschen, kann das Currency Board ernsthaft unter Druck geraten. Auch wenn die BNB die Möglichkeit hätte, als *lender of last resort* zu agieren, wäre dies keine Panacea gegen Finanzkrisen. Ein besserer Schutz gegen Finanzkrisen kann durch gute Bankenregulation und besseres Kreditmanagement erreicht werden.<sup>39</sup>

Der Währungsrat hat zusätzliche Konsequenzen. Unter ihm sollte sich ein Leistungsbilanzüberschuss oder -defizit in äquivalente Veränderungen der monetären Basis übersetzen. Der bulgarische Währungsrat wurde so gestaltet, dass die internationalen Finanztransaktionen keinen Einfluss auf die monetäre Basis nehmen können. Dies wird mit dem folgenden Beispiel erläutert: Unter der Annahme, dass aus die Privatisierung staatlicher Unternehmen durch ausländische Investoren die Regierung 20 Mio. bekommen hat, wird die Summe in der Bilanz des Emissions-Departments eingetragen.

Weder die Höhe des umlaufendes Geldes noch die Geschäftsbankdepositen bei der BNB werden davon beeinflusst. So erhöhen sich die Devisenreserven der BNB, aber

<sup>38</sup> Die monetäre Basis ist die Summe des umlaufenden Geldes, der Bankdepositen und Girokonten. Die Veränderungen der monetären Basis drücken sich in Veränderungen der Geldmenge aus.

<sup>39</sup> Pari, 31.01.2002, S. 2.

nicht die monetäre Basis. Auf diese Weise werden die internationalen Aktivitäten der Regierung sterilisiert (Miller/Petranov 2001:65).

*Tabelle 19: Emissions-Department*

AKTIVA	PASSIVA
Bargeld in Devisen BGN + 20 Mio.	Depositen der Regierung BGN + 20 Mio.

*Quelle: Miller/Petranov 2001, S. 92.*

Ein weiterer interessanter Aspekt der gegenwärtigen Struktur des Currency Board ist die Auswirkung, die die Staatsaufwendungen auf die Geldmenge haben kann, wenn die Regierungseinnahmen und -ausgaben die Höhe der monetären Basis verändern. Um die Volatilität der monetären Basis zu reduzieren, sollten nach Nenovski und Hristov (1998) die Geschäftsbanken und nicht der Währungsrat die Regierungskonten halten. Die Konten der Regierung wurden am Anfang beim Currency Board gehalten, weil das Bankensystem gleich nach der Finanzkrise sehr schwach war. Wären die Konten der Regierung bei irgendwelcher Geschäftsbank eröffnet worden, so hätten die IWF-Kredite und die Schuldentilgungen zu hoher Volatilität der Geldmenge führen können. Eine andere Möglichkeit wäre, dass die Regierung Konten bei der Zentralbank und bei den Geschäftsbanken besitzt. Die Konten bei der BNB könnten nur für die IWF-Tranchen und die Schuldentilgungen benutzt, während die Konten bei den Geschäftsbanken für normale inländische Transaktionen verwendet werden. Ein eventueller Nachteil solcher einer Regelung wäre, dass die Regierung durch Verlegung der Einzahlungen von einem Konto zum anderen die Höhe der monetären Basis beeinflussen kann. Unter idealen Bedingungen sollten die Veränderungen der monetären Basis unter dem Currency Board sich nur in der Unausgewogenheit der Leistungsbilanzen ausdrücken.

## **5.2 Vorteile des Currency Board**

### **5.2.1 Konvertibilität**

Ein wichtiger Aspekt des Currency Board ist die Garantie der Währungskonvertibilität bei festen Wechselkursen. Unter dem Currency Board, wo die Geschäftsbanken ihre Mindestreserven halten, soll die Zentralbank über Devisenreserven verfügen, die mindestens genauso hoch wie die monetäre Basis sind. Dies wird den festen Wechselkurs garantieren, aber es reicht nicht aus, um eine eventuelle Bankenkrise vorzubeugen (ECB 2001:24 f.).

Die Geschäftsbanken werden nicht über genügend Fremdwährungsreserven verfügen, um die Konvertibilität der Lewa zu gewährleisten. Die Bevölkerung wird ihre Ersparnisse in Lewa von den Banken zurückziehen und dafür vom Currency Board harte Währungen verlangen. Das Currency Board wird in der Lage sein, diese Ansprüche zu erfüllen, aber die Zurückziehung der Ersparnisse führt zur Verringerung der Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken und der Geldmenge. Ende 2000 verfügte Bulgarien über genügend Devisenreserven. Die Daten aus der Bilanz des Emissions-Departments für dieses Jahr zeigen, dass die Devisenreserven mit 7,27 Mrd. US-Dollar mehr als doppelt so hoch wie die monetäre Basis (3,02 Mrd. US-Dollar) sind. Die Fremdwährungsreserven der BNB sind auch höher als M1. Der Quotient aus breitem Geld und Devisenreserven beträgt 1,3. Unter diesen Umständen wäre es kein Problem für den Währungsrat, den fixen Wechselkurs zu erhalten (Miller/Petranov 2001:93).

Langfristig gesehen gibt die Lage keinen Anlass zum Optimismus. Ende 2000 betragen die Auslandsschulden mehr als 10 Mrd. US-Dollar (F.A.Z. 2002:13). Jährlich muss Bulgarien über 1 Mrd. US-Dollar für Zinszahlungen und Amortisationen zur Verfügung stellen. Die gesamten Aktiva des Emissions-Departments sind ungefähr genauso groß wie die Summen für die Schuldzahlungen für die nächsten drei Jahre. Die Zukunft des Currency Board hängt wesentlich von der Höhe der Staatsverschuldung ab. Bulgarien ist weiter auf die Unterstützung von den internationalen Finanzinstitutionen (IWF, Weltbank, EU u. a.) angewiesen. Stellt der IWF beispielsweise sein langfristiges Programm ein, wird Bulgarien wieder nicht in der Lage sein, seine Schulden zu bedienen. Ohne die finanzielle Unterstützung kann das Schuldenproblem die Stabilität des Währungsrates gefährden. Auf Grund des Schuldenproblems wird Bulgarien langfristig von den internationalen Finanzinstitutionen, an erster Stelle vom IWF, abhängig bleiben (F.A.Z. 2002:13).

### **5.2.2 Makroökonomische Disziplin**

Die Befürworter des Currency Board sind der Meinung, dass er zu Steigerung der makroökonomischen Disziplin beitragen wird. Nach Williamson bleibt die Fiskalpolitik ein politisches Problem, das durch den Währungsrat nicht gelöst werden kann. Die Dekapitalisierung und die Liquiditätsprobleme der Geschäftsbanken sowie die hohen Staatshaushaltsdefizite haben die Finanzkrise 1996/97 verursacht. Der Währungsrat hat viel für die makroökonomische Stabilität beigetragen. Die hohe Inflation während der Krise reduzierte die in Lewa denominierten Staatsschulden. Dies zusammen mit dem

niedrigen Zinssatz führte zur Minderung der Schuldenzahlungen. Zwischen 1998 und 2000 wurde der Staatshaushalt mehr oder weniger bilanziert (Miller/Petranov 2001:94).

Der Bankensektor hat sich auch wesentlich stabilisiert. Die Kapitalisierung der Banken stieg auf über 35% in 2000. Sie sollte nach den *Baseler Richtlinien* mindestens 12% sein. Zu Beginn des Currency Board haben die Banken wenig Kredite an private Haushalte vergeben und ihre Bargeld- und Staatspapierbestände erhöht. Auch fünf Jahre nach der Etablierung des Currency Board führen die Banken eine sehr konservative Kreditpolitik.

Der Währungsrat brachte die makroökonomische Stabilität in Bulgarien. Das ist definitiv ein großer Erfolg. Es kam aber nicht zu einem schnellen Wirtschaftswachstum. Trotzdem können jetzt die Wirtschaftsmanager ihre Businesspläne auf langer Sicht gestalten.

### **5.2.3 Vertrauen in das Geldsystem, Handelsförderung, Investment und Wachstum**

Durch den Währungsrat ist das Vertrauen in die Lewa wieder hergestellt. Außerdem sind das Handelsvolumen, die Investitionen und das Wirtschaftswachstum gestiegen. Eine Untersuchung von Chosh, Gulde und Wolf (1998) brachte die Erkenntnis, dass die Wachstumsraten in Ländern mit Currency Board zweimal höher als in Ländern mit freien oder *pegged* Wechselkursen sind.

Mit der Etablierung des Currency Board im Juli 1997 gab es unmittelbar Indikatoren für das Vertrauen in das Wechselkurssystem. Der nominale Zinssatz ist von 80% im Mai 1997 auf eine einstellige Zahl gesunken. Die Verzinsung der in Lewa denominierten Staatsanleihen bildet den Maßstab für das Risiko des bulgarischen Marktes. Die Differenz der Zinsraten zwischen den dreimonatigen Euro-Bonds und den dreimonatigen bulgarischen Staatsanleihen (in Lewa) beträgt seit Anfang 1998 ca. 2% (Miller/Petranov 2001:95).

Trotz der Stabilität des Wechselkurses sind wenig Investoren nach Bulgarien gekommen. Viele Unternehmen wurden privatisiert, aber die Verschlechterung des Aktienkapitals in den letzten Jahren ist so groß, dass viele Unternehmen einen sehr niedrigen Wert haben. Die ausländischen Investitionen pro Kopf der Bevölkerung sind die niedrigsten im Vergleich zu den anderen EU-Beitrittskandidaten.



### 5.3 Nachteile des Currency Board

In diesem Abschnitt werden vier Nachteile des Währungsrates, die von Williamson identifiziert wurden, untersucht: das Transformationsproblem, das durch die Aufwertung des realen Wechselkurses entsteht; das Abstimmungsproblem, das durch die Störung des Gleichgewichts der Leistungsbilanz verursacht wird; das potentielle Krisenproblem des Bankensystems, wenn ein *lender of last resort* fehlt, und das politische Problem.

#### 5.3.1 Transformationsproblem

Das Transformationsproblem entsteht auf Grund der Inflation, die nicht schnell genug nach der Etablierung des Währungsrates gesenkt wird. Der feste Wechselkurs soll die Inflation nach unten drücken, sie kann aber schnell zur Aufwertung des realen Wechselkurses führen.

In Bulgarien gab es kurzfristige inflatorische Impulse. Nach der Hyperinflation von 1996/97 stieg der Verbraucherpreisindex in der zweiten Hälfte 1997 nur auf 16% und im Jahr 1998 nur auf 1%. In 1999 betrug die Inflationsrate 6,2% des BIP und im Jahr 2000 – 11,4%. Die hohe Inflation in 2000 war das Ergebnis des weltweiten Anstiegs der Ölpreise. Sie betrug in 2001 7,6% (F.A.Z. 2001:10). Für 2002 ist eine Inflation von 3,5% vorgesehen. Noch in den ersten drei Monaten ist die Inflation auf 5,2% gestiegen. Da bis Jahresende weitere Preiserhöhungen für die Energieträger und Nahrungsmittel sowie andere Produkte geplant sind, dürfte die Inflation wie in 2000 die 10%-Marke überschreiten.<sup>40</sup> Nach 1997 ist die Inflation relativ niedrig, aber sie ist wesentlich höher als in Deutschland und den anderen EU-Staaten.

Der reale Wert der Lewa schwankte sehr in der Periode vor der Etablierung des Currency Board. Dies erschwerte die genaue Bestimmung des nominalen Wechselkurses. Er wurde leicht unterbewertet. Nach der Einführung des Currency Board hat sich der reale Wert der Lewa gegenüber dem US-Dollar bis 2001 leicht verändert. Dies wirkte sich auf zwei Faktoren aus. Die Inflation ist in Bulgarien höher als in den USA, aber der Dollar ist nominal gegenüber dem Euro wesentlich gestiegen. Da die Inflation in Deutschland niedriger als in Bulgarien ist, beträgt die reale Aufwertung des Dollars gegenüber der DM 27% (Miller/Petranov 2001:97).

---

<sup>40</sup> Pari, 26.03.2002, S. 1.

Die reale Aufwertung der Lewa wird kontrovers bewertet. Nach Banerji und Gelos (2000) ist die reale Aufwertung relativ gemäßigt im Vergleich zu anderen Transformationsländern. Nach ihrer Meinung kann sich die Situation verändern, wenn die Produktivität nicht erhöht wird. Ein weiterer wichtiger Faktor ist, dass die Gehälter in Bulgarien – in US-Dollar ausgedrückt – zu den niedrigsten in Europa zählen. Nach Dobrinsky (2000) kann die mangelnde Konkurrenzfähigkeit des bulgarischen Exports zur weiteren Verschärfung des Leistungsbilanzdefizits führen. Dies ist ein ernsthaftes Problem. 1997 betrug der Überschuss der Leistungsbilanz 426 Mio. US-Dollar. Dagegen gab es im Jahr 2000 ein Defizit in Höhe von 656,1 Mio. US-Dollar. In den ersten acht Monaten 2001 betrug das Leistungsbilanzdefizit 966 Mio. US-Dollar und dürfte am Jahresende etwa 895 Mio. US-Dollar betragen. Dasjenige für das Jahr 2002 wird mit etwa 895 Mio. US-Dollar, d. h. 6% des BIP, veranschlagt (F.A.Z. 2002:12).

Die Verschlechterung des Haushaltsdefizits ist noch stärker ausgeprägt. Gab es 1997 ein Überschuss im Handelsbilanzdefizit, wurde in 2000 ein Defizit von 1,081 Mrd. US-Dollar verbucht. Im Jahr 2001 stieg das Handelsbilanzdefizit auf 1,176 Mrd. US-Dollar. Der Krieg im Kosovo und das Jugoslawienembargo haben 1999 zu dieser Verschlechterung definitiv beigetragen, da die Wege nach Westeuropa und die Donaufahrt blockiert waren. Die Außenwirtschaft litt in 2001 unter dem weltweit verlangsamten Wirtschaftswachstum, dem Krieg in Mazedonien sowie der Wirtschafts- und Finanzkrise der Türkei. Die Exportwirtschaft, die in der Vergangenheit wesentlich das Wirtschaftswachstum des Landes getragen hatte, musste starke Einbußen hinnehmen.

In der Periode nach der Etablierung des Currency Board sind die EU-Staaten die wichtigsten Handelspartner Bulgariens geworden. Mehr als die Hälfte der bulgarischen Exporte ist für die EU-Länder bestimmt. Ebenso stammt fast die Hälfte der bulgarischen Importe aus der EU. Im Jahr 2001 stiegen die Importe aus den meisten europäischen Ländern um durchschnittlich 20 bis 30% gegenüber 2000. Die wichtigsten Handelspartner Bulgariens sind Deutschland, Italien, Griechenland und Frankreich. Einen wichtigen Platz im bulgarischen Außenhandel nehmen ebenfalls Russland, die Türkei sowie die CEFTA-Staaten ein (F.A.Z. 2002:12).

Nach Schätzungen der F.A.Z. wird für 2002 das Leistungsbilanzdefizit etwa 895 Mio. US-Dollar, d. h. knapp 6% des BIP, betragen. Ursache des Defizits ist die konjunkturelle Schwäche in den Ländern der wichtigsten Handelspartner. Die reale Aufwertung der Lewa wird die Wettbewerbsfähigkeit der bulgarischen Produkte senken, so dass die

Exporte begrenzt werden. Die Handelsbilanz wird im Jahr 2002 mit 1,650 Mrd. US-Dollar knapp 12% des BIP betragen. Das Leistungsbilanzdefizit kann mittels ausländischer Direktinvestitionen bzw. mit Privatisierungserlösen abgedeckt werden. Vorerst wird Bulgarien dennoch auf externe Finanzierung angewiesen bleiben.

### 5.3.2 Abstimmungsproblem

Im Unterschied zu Hong Kong und Argentinien wurde das bulgarische Currency Board noch nicht auf Grund externer Events attackiert. Dies war während der Asienkrise bei Hong Kong und während der Mexikokrise in Argentinien der Fall. Es gab externe Ereignisse, wie die Russlandkrise von 1998, den Krieg im Kosovo 1999 und in Mazedonien 2001, die den bulgarischen Währungsrat unter Druck setzen konnten. Dass es keine spekulativen Attacken gegenüber der Lewa gab, spricht für die Stabilität des Currency Board in Bulgarien.

Die hohen Ölpreise, die Aufwertung des Dollars und die Finanzkrise der Türkei in den Jahren 2000/2001 führten zur Verschlechterung der bulgarischen Handelsbilanz. Die Leistungsbilanzdefizite sind angewachsen, wenn sie weiter steigen, können sie zur Einschränkung der Wirtschaft führen. Mit solchen Problemen hatte Argentinien 1998 zu kämpfen, als Brasilien seine Währung stark entwertete.

Unter dem Currency Board treten zwei automatische Anpassungsmechanismen auf, wenn das Leistungsbilanzdefizit stark zunimmt. Wenn erstens das Leistungsbilanzdefizit zum Zahlungsbilanzdefizit führt, schrumpft die monetäre Basis, die Geldmenge wird abnehmen und die gesamte Nachfrage sinken. Die Verbesserung der Leistungsbilanz kann entweder durch Senkung der Produktion oder der Preise erreicht werden. Je größer die Preissenkung ist, desto niedriger braucht die Produktionssenkung auszufallen, um das Gleichgewicht zu erhalten. Wenn zweitens die Leistungsbilanzdefizite durch den Zufluss von Investitionen gedeckt werden, wird das Exportpotential der bulgarischen Wirtschaft steigern. Höhere Exporte werden zukünftige Leistungsbilanzdefizite reduzieren (F.A.Z. 2002:12).

Trotz hoher Leistungsbilanzdefizite ist die monetäre Basis in der Periode von Mitte 1997 bis 2001 gestiegen. Andererseits reduziert die Senkung der Exporte die Gesamtnachfrage. Dies könnte das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen. Die Verringerung der Geldmenge wird zur Senkung der gesamten Nachfrage führen. Unter dem Currency Board kann wenig gegen diese Entwicklung gemacht werden. Wenn Bulgarien einen flexiblen Wechselkurs hätte, könnte durch Abwertung des realen Wechselkurses der

Export erhöht werden. Die Reduktion der gesamten Nachfrage könnte durch eine expansive Geld- und Finanzpolitik gedämpft werden. Keine dieser Optionen ist aber unter dem Currency Board zulässig (BNB Jahresbericht 1997:12 f.).

Durch die Senkung der Preise kann die Abnahme der Produktion gebremst werden. Die Volatilität der Preise in Bulgarien ist höher als die in Deutschland. So können die Preise in einer Periode der Abnahme der Produktion weiter gesenkt werden, um die Effekte der Produktionssenkung, die unter Currency Board entstehen, zu schwächen.

Seitdem es keine Abnahme der Geldmenge gibt, sind die Verbesserungen in der Leistungsbilanz mit Hilfe des zweiten Mechanismus zu erreichen, wo höhere Auslandsinvestitionen zu höherer Produktivität führen. Hohe Investmentniveaus, mehr Importe von Investmentgüter und Restrukturierung von Unternehmen sind Indizien dafür, dass die Produktivität in Bulgarien weiter steigen kann. Es ist noch früh zu erkennen, ob die Produktivitätssteigerung ausreichen würde, um mittelfristige Verbesserungen in der Leistungsbilanz zu erreichen.

### 5.3.3 Krisenproblem

Was Williamson als Krisenproblem bezeichnet, bezieht sich auf die Tatsache, dass es nach der Etablierung des Currency Board keinen *lender of last resort* mehr gibt. Das Banking-Department der BNB sorgt teilweise für Sicherheit während einer Krise. Eine beträchtliche Geldsumme wurde vor der Einführung des Währungsrates im Banking-Department beiseite gelegt, diese Summe ist im Laufe der Zeit noch höher geworden. Im Dezember 2000 betragen die Einzahlung des Banking-Departments in das Emissions-Department 14% der Einzahlungen der Geschäftsbanken (BNB Jahresbericht 2000:16).

Eine andere Sicherheit gegen Banken Krisen ist die Präsenz ausländischer Banken. In fast allen Ländern mit einem Currency Board dominieren die ausländischen Banken den Markt. Wenn die ausländischen Banken die Möglichkeit haben, bei Überschreitung der Quote der Devisenkredite auf Vorräte zurückzugreifen, wird das Krisenproblem minimiert. Die ausländischen Banken könnten sich in schwierigen Zeiten an ihre Muttergesellschaft wenden, um Ressourcen in der Reservewährung (Euro) zu verlangen, speziell, wenn ihre Muttergesellschaft in einem Land der Reservewährung ansässig ist. Jede ausländische Bank aus Euroland, die in Bulgarien tätig ist, wird diese Funktion erfüllen. Mit dem Verkauf der *Bulbank* an die italienische Bank *Uni Kredito* geht ein Großteil der Vermögen des bulgarischen Bankensystems in eine Bank aus der EU. Es ist schwer

einzuschätzen, was bei einer Finanzkrise passieren wird. Unter dem Currency Board, so Williamson, ist das Risiko einer Abwertung der heimischen Währung gering. Dagegen ist das Risiko einer Bankenkrise als höher einzuschätzen. Das Verhältnis von Bargeld zu den Einlagen ist nach der Etablierung des Currency Board wesentlich gestiegen. Dies reflektiert das große Vertrauen der Bevölkerung in die bulgarische Lewa. Viele Bürger haben ihre Devisen gegen Lewa umgetauscht. Das Vertrauen in die Banken ist aber noch gering (Miller/Petranov 2001:101).

Das Verhalten der Banken hat sich geändert. In den ersten zwei Jahren nach der Einführung des Currency Board haben die Banken höhere Reserven als nötig gehalten. Später sind sie aggressiver geworden und haben ihre Bargeldbestände reduziert als auch die Kreditvergabe erhöht. Teilweise spiegelt dies die Senkung der Mindestreserven bei der BNB wieder, aber auch den Druck auf die Banken, mehr Gewinne zu erzielen. Es ist schwierig für die Banken, profitabler zu werden, wenn sie in Besitz von viel Bargeld und niedrig verzinslichen Staatsanleihen sind.

#### **5.3.4 Politisches Problem der Akzeptanz des Currency Board**

Der letzte Nachteil laut Williamson (1995) ist das politische Problem. Er stellt die Frage, ob das Currency Board die Fiskalpolitik der Regierung disziplinieren kann. Nach seiner Auffassung ist es eher unwahrscheinlich.

Der Währungsrat ermöglichte es den Regierungen in Bulgarien, das Budgetdefizit unter Kontrolle zu bringen. Wenn es um politische Probleme geht, ist es vielleicht die Auffassung der Politik, dass das Currency Board nur unter sehr strengen Bedingungen funktioniert.<sup>41</sup> In der politischen Debatte versucht die neue Regierung unter Ministerpräsidenten Sakschoburggotski, den Währungsrat für das schwache wirtschaftliche Wachstum verantwortlich zu machen. Um ihre Wahlversprechungen zu erfüllen, versuchte die Regierung dies durch eine expansive Fiskalpolitik zu erreichen. Die Regierung beabsichtigte das Haushaltsdefizit in 2002 bis 1,5% des BIP erhöhen. Hätte die bulgarische Regierung ihr Programm durchgesetzt, wäre – nach Schätzungen des IWF – das Haushaltsdefizit auf 3,5 bis 4% des BIP gestiegen. Da auch das Leistungsbilanzdefizit und das Handelsbilanzdefizit relativ hoch sind, könnte ein Haushaltsdefizit von 3,5% das Currency Board gefährden. Schließlich musste die neue Regierung auf viele ihrer Wahlversprechungen verzichten (F.A.Z. 2002:12).

---

<sup>41</sup> Pari, 20.03.2002, S. 4.

Die Regierung hat sich mit dem IWF auf ein Budgetdefizit von 0,8% für 2002 geeinigt.<sup>42</sup> Im Mai 2002 wird die bulgarische Regierung erneut versuchen, bei den Verhandlungen mit dem IWF ihr Programm durchzusetzen. So sollte das Haushaltsdefizit in 2003 1,5% des BIP betragen. Der politische Druck seitens der Regierung ist nicht ungewöhnlich. Als rational handelnde Akteure wollen sie schließlich populär sein, um wieder gewählt zu werden. Es hängt aber auch von den internationalen Finanzinstitutionen und speziell vom IWF ab, wie viel Spielraum der Regierung eingeräumt wird.<sup>43</sup>

Nach Ganev und Wyzan (2000) kommen die Attacken von den Eliten, die früher die Möglichkeit hatten, Gelder der von ihnen geleiteten Staatsunternehmen zu veruntreuen. Unter dem Currency Board ist dies wesentlich schwieriger geworden, da die Unternehmen nicht unter *soft budget constraints* operieren können. Vor Beginn der Reformen hatten diese Eliten die Unterstützung der Arbeiter, die Angst hatten, ihren Job durch die Umstrukturierung der Betriebe zu verlieren. Nach Ganev und Wyzan ist es noch nicht sicher, ob diese "Reichen-Armen-Koalition" das Currency Board politisch gefährden kann.

---

<sup>42</sup> Pari, 01.03.2002, S. 1.

<sup>43</sup> Im Oktober 2001 gab es zum ersten Mal Proteste seitens der Wirtschaftsverbände in Bulgarien gegen die IWF-Politik. Pari, 08.10.2001, S. 1.

## 6 Zusammenfassung und Ausblick

### 6.1 Bewertung

Nachdem die Entwicklung im Zuge der Transformation des bulgarischen Finanzsystems dargestellt und analysiert wurde, ist festzustellen, dass trotz der erzielten Fortschritte die institutionelle Struktur des Finanzsystems folgende Schwächen aufweist:

- Abhängigkeit der Zentralbank von Weisungen der Regierung,
- Mangel an dynamischen institutionellen Investoren auf den Kapitalmärkten,
- Geringe Bedeutung des organisierten Kapitalmarktes für die Unternehmensfinanzierung,
- Dominanz der kurzfristigen staatlichen Wertpapiere auf dem Primärmarkt und Unterentwicklung des sekundären Marktes.

Die Anforderungen an das bulgarische Finanzsystem liegen in der Entwicklung von Markt- und Sicherungsmechanismen, die eine gute institutionelle Struktur und eine effiziente Funktion des Finanzmarktes initiieren.

*Marktmechanismen:* Die Einflussmöglichkeiten der BNB auf ihre Zielgrößen werden durch die Entwicklung effizienter Finanzmärkte verstärkt. Weiterhin wird der Markt für die Unternehmenskontrolle an Bedeutung gewinnen. Geeignete Finanzprodukte erweitern die Möglichkeit der langfristigen Planung und des Managements von Preis-, Kredit-, Währungs- und Liquiditätsrisiken.

*Sicherungsmechanismen:* Systemrisiken werden durch die Entwicklung von Sicherungs-, Kontroll- und Aufsichtsmechanismen vermieden, was die Stabilität des Finanzsystems fördert. Die Einlagensicherung und die Aufsicht über die Liquidität sowie die Solvenz von Finanzdienstleistungsunternehmen gewährleisten die Effizienz des Finanzsystems.

Es ist festzuhalten, dass im Zuge der Transformation des bulgarischen Finanzsektors große Fortschritte – einerseits durch Aufbau eines zweistufigen Bankensystems, Sanierung und Privatisierung der staatlichen Kreditinstitute, andererseits durch Verabschiedung von neuen Gesetzen und Etablierung von Kapitalmärkten, Pensions- und Krankenkassen – zur Erhöhung der Effizienz und zur Stabilität des bulgarischen Finanzsystems erzielt worden sind.

## 6.2 Die Kriterien von Stiglitz

Nachdem die Entwicklung des bulgarischen Finanzsystems dargelegt wurde, erscheint eine Überprüfung der in der Einführung skizzierten, von Stiglitz definierten Funktionen sinnvoll zu sein. Dabei stellt sich die Frage, inwieweit das heutige bulgarische Finanzsystem diese wahrnimmt.

### *1. Management der gesetzlichen Zahlungsmittel.*

Hier sind beachtliche Erfolge zu vermelden. Die Lewa ist als gesetzliches Zahlungs- und Tauschmittel von der Bevölkerung akzeptiert. Der feste Wechselkurs erleichtert auch die internationalen Transaktionen.

### *2. und 3. Transferieren der Ersparnisse der Einleger in Investitionen und Zusammensetzen von kleinen Ersparnissen zur Finanzierung größerer Projekte.*

Fast alle Finanzintermediationen finden innerhalb des Bankensystems statt. Die Kreditpolitik der Banken ist risikoavers. Derzeit gibt es sehr wenige Investmentmöglichkeiten für die privaten Einleger in Bulgarien außerhalb der Banken. Neue Gesetze wurden verabschiedet, die zur weiteren Entwicklung der Nichtbankfinanzinstitute beitragen.

### *4. und 5. Entscheidung über Projekte, damit das beste Projekt gewählt wird, und Überwachung der zweckmäßigen Verwendung der Gelder.*

Die makroökonomische Stabilisierung führte zur Reduzierung des Risikos. Zu Beginn der Transformation war es wegen der Unsicherheiten der zukünftigen ökonomischen Entwicklung sehr schwer, das Risiko einzuschätzen. Mit der makroökonomischen Stabilisierung sank dieses Risiko, aber die schnelle ökonomische Restrukturierung bringt trotz der Verbesserungen noch Unsicherheiten mit sich. Hinzu kommt die mangelnde Erfahrung der ökonomischen Agenten. Da die Banken vor der Krise keinen Anreiz hatten, ihr Vermögen ordnungsgemäß zu verwalten, gibt es noch viele unerfahrene und schlecht ausgebildete Banker in Bulgarien.

Bei den Nichtbankfinanzinstitutionen gibt es wenig Erfahrung, da sie erst seit kurzem operieren. Das Regulationssystem ist viel besser als am Anfang der Neunzigerjahre, deswegen ist eine Finanzkrise nicht zu erwarten.

### *6. und 7. Geltendmachung der Kreditverträge, damit die Rückzahlung der Kredite gesichert ist, und Definieren der Beteiligung von Kreditgebern und Kreditnehmern am Kreditrisiko.*



Seit Anfang der Neunzigerjahre sind Fortschritte im Zusammenhang mit der Insolvenz von Banken und der Sicherung von Krediten erzielt worden. Jetzt können die Banken sicherer sein, dass eine Rückzahlung des Darlehens tatsächlich stattfinden wird. Dies war ein großes Problem für die Banken vor der Krise.

*8. Risikominimieren durch Schaffung von Methoden für Diversifizierung des Investmentrisikos.*

Da viele private Unternehmen keine Kredite von den Geschäftsbanken bekommen können, sind sie gezwungen, ihre Aktivitäten mit ihren Ersparnissen zu finanzieren. Es gibt praktisch keine Möglichkeiten für eine Risikodiversifikation. Mit der weiteren Entwicklung der Nichtbankfinanzinstitute dürften die Alternativen zur Bankenkreditierung wachsen.

Trotz vieler Fortschritte ist festzuhalten, dass das Finanzsystem Bulgariens die von Stiglitz gegebenen Kriterien für eine funktionierende Marktwirtschaft nur teilweise erfüllt.

### **6.3 Perspektiven**

Wie in vielen Bereichen der Wirtschaft wird die Entwicklung des bulgarischen Finanzsektors stark von den Verhandlungen mit der EU beeinflusst. Die Etablierung des Currency Board und die daraus folgende makroökonomische Stabilität haben den Annäherungsprozess erleichtert.

Die Kriterien für die Aufnahme in die EU sind sehr breit angelegt: stabile Demokratie, funktionierende Marktwirtschaft, Wettbewerbsfähigkeit und Übernahme des *Acquis*. Nach der Aufnahme in die EU wird ein Land nicht gleich Mitglied der EWU. Es muss zuerst am Wechselkursmechanismus II (WKM II) teilnehmen. Die Europäische Zentralbank ist der Auffassung, dass das Currency Board mit dem WKM II kompatibel ist. Die Entscheidung des ECOFIN vom 9.11.2000 hat diese Position bestätigt. Dies bedeutet, dass Bulgarien sein Currency Board bis zur Aufnahme in die EU beibehalten muss. Ein stabiles Currency Board ist ein gutes Argument, dass Bulgarien die Kriterien für die Aufnahme in die EWU erfüllt. Die Verhandlungen mit der EU sind Grund für die Verabschiedung vieler neuer Gesetze im Finanzsektor, die in Einklang mit dem *Acquis* stehen. Es treten aber Probleme bei ihrer Implementierung auf.

Eine weitere Voraussetzung für die Aufnahme ist die Wettbewerbsfähigkeit. Um wettbewerbsfähig zu sein, muss Bulgarien gute finanzielle Institutionen entwickeln. Die

---

Banken müssen ihre Kreditpraktiken verbessern und die Nichtbankfinanzinstitutionen eine größere Rolle spielen.

Da die Kapitalmärkte in der gesamten Balkan-Region durch hohe Illiquidität gekennzeichnet sind, steht ihre weitere Existenz in Frage. Eine Lösung wäre die Konsolidierung der Börsen der Balkan-Länder in eine Regionalbörse. Da Bulgarien wirtschaftlich und politisch das stabilste Land auf dem Balkan ist und mit Blick auf seine zukünftige EU-Mitgliedschaft und günstige geographische Lage, wäre es gut für die gesamte Balkan-Region, wenn eine Regionalbörse in Sofia mit Hilfe und unter Aufsicht der EU eingerichtet wird. An dieser Börse können Unternehmen aus der gesamten Region – Bulgarien, Rumänien, Makedonien, Albanien, der Türkei und der Länder des ehemaligen Jugoslawien – notiert werden. Durch eine solche Konsolidierung wird eine höhere Liquidität des Kapitalmarktes erreicht, was die Finanzierung vieler Unternehmen aus der Region ermöglicht. Dies wird sich stabilisierend auf den gesamten Balkan auswirken.

---

## Literaturverzeichnis

- Alesina, A./Drazen, A. (1991): *Why are stabilizations delayed?*, American Economic Review 81, 1170-1188.
- Avramov, R. (1999): *The Role of a Currency Board in Financial Crises. The Case of Bulgaria*, Diskussionspapier DP/6/1999, Bulgarische Nationalbank, Sofia.
- Avramov, R. (2000a): *Exit Strategies from Currency Board Arrangements*, Paper presented at the conference Currency Boards: Experience and Progress, Tallinn, Mai.
- Avramov, R. (2000b): *Euroization: An Artificial Problem*, Capital, 20.-26. Mai.
- Avramov, R./Dimitrov, V./Yanovski, H. (1999): *120 Years Bulgarian National Bank (1879-1999)*, Bulgarische Nationalbank, Sofia.
- Banerje, A./Gelos, R. G. (2000): *Does Bulgaria Suffer from a Competitiveness Problem? A Look at Real Exchange Rate Indicators and Export Performance in Bulgaria*, Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Staff Country Report Nr. 00/54, April.
- Becker, G. S. (1983): *A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence*, Quarterly Journal of Economics 98, 371-400.
- Becker, G. S. (1985): *Public Policies, Pressure Groups, and Dead Weight Costs*, Journal of Public Economics 28, 329-347.
- Bitz, M. (1993): *Finanzdienstleistungen*, Oldenbourg, München.
- Blanchard, O./Kremer, M. (1997): *Disorganization*, Quarterly Journal of Economics 112, 1091-1125.
- BNB (1996): *Banking System Restructuring – A Step Toward Integration with European Union*, Konferenz 26.-28. Juni 1996, Bulgarische Nationalbank, Sofia.
- BNB (1996): *Monetary Policy in the Transition*, Konferenz 25.-27. April 1996, Borovetz, Bulgarien.
- BNB (1999): diverse Diskussionspapiere (bulg.) – DP/3/1999, DP/4/1999, DP/5/1999, DP/6/1999, DP/9/1999, DP/10/1999, Bulgarische Nationalbank, Sofia.
- BNB (2000): *Die Geschäftsbanken in Bulgarien*, (bulg.), September 2000.
- BNB (2000): diverse Diskussionspapiere (bulg.) – DP/13/2000, DP/15/2000, DP/16/2000, DP/18/2000, Bulgarische Nationalbank, Sofia.
- BNB (2001): *Die Geschäftsbanken in Bulgarien*, (bulg.), Dezember 2001.
- BNB: *Jahresberichte (1990-2000)*, (bulg.).

- Bordo, M./Jonung, L. (1997): *Institutional Change and the Velocity of Money. A Century of Evidence*, Economic Inquiry, Bd. 35, Aufl. 4, 710-725.
- Brixi, H. P./Shatalov, S./Zlaoui, L. (1999): *Managing Fiscal Risk in Bulgaria*, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2282, World Bank: Washington, D.C.
- Bulgarisches Wirtschaftsblatt und Südosteuropäischer Report, Nr. 9-10/September-Oktober 2001, Sofia.
- Bundesministerium der Finanzen (2001): *Wirtschaftslage und Reformprozess in den EU-Beitrittskandidaten Mitte 2001*, BMF-E B 4, 10. Oktober 2001, Berlin.
- Calvo, G./Vegh, C. (1992): *Currency Substitution in Developing Countries. An Introduction*, IMF Working Paper WP/92/40.
- Caporale, H. M./Hristov, K./Miller, J./Nenovsky, N./Petrov, B. (2000): *The Banking System in Bulgaria*, unveröff. Manuskript, Februar 2000.
- Caprio G./Dolley, D./Leipziger, D./Walsh, C. (1996): *The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board. The Case of Argentina*, World Bank Working Paper Nr. 1648.
- Cavallo, D. (1997): "Lessons from the Stabilization Process in Argentina", in: *Achieving Price Stability*, FRB of Kansas City, 169-178.
- Chaillié, P. (1996): *Bankenkrise in Bulgarien*, Berichte des Bundesinstituts für Ostwissenschaftliche und Internationale Studien, Köln.
- Christov, L. (1997): "A Role for an Independent Central Bank in Transition? The Case of Bulgaria" in: Derek Jones und Jeffrey B. Miller (Hrsg.): *The Bulgarian Economy: Lesson from Reform during Early Transition*, Ashgate, Aldershot, England.
- Claessens, S./Djankov, S./Klingebiel, D. (2000): *Stock Markets in Transition Economies*, Financial Sector Discussion Paper Nr. 5.
- Deutsche Bank Research (2002): *The Banking Sector: Crucial for convergence and integration*, Monitor Nr. 5, Frankfurt/Main.
- Dickertmann, D./Gelbhaar, S. (2000): *Finanzwissenschaft. Eine Einführung in die Institutionen, Instrumente und ökonomischen Ziele der öffentlichen Finanzwirtschaft*, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Berlin.
- Dnevnik, bulg. Tageszeitung, diverse Artikel.
- Dobrinsky, R. (1997): *Transition Failures: Anatomy of the Bulgarian Crisis*. WIIW (Vienna Institute for Comparative Economic Studies), Heft Nr. 236.
- ECB (1999): *Payment Systems in Countries that Have Applied for Membership of the European Union*, ECB Frankfurt.
- ECB (2000): *Payment Systems in the European Union*, ECB Frankfurt.

- ECB (2001): *The Financial Sector in Bulgaria. Structure, Functioning and Trends*, Workshop on Financial Sector Issues in Accession Countries, 24.-25. Oktober, ECB Frankfurt.
- Elster, J./Offe, C./Preuss, U. K. (1998): *Institutional Design in Post-Communist Societies. Rebuilding the Ship at Sea*, Cambridge Univ. Press, Cambridge.
- Enev, T./Koford, K. (1997): "Incomes Policies in Bulgaria", in: Jones, D. C./Miller, J. B. (Hrsg.) *The Bulgarian Economy. Lessons from Reform During Early Transition*, Ashgate, Aldershot, England.
- European Bank for Reconstruction and Development (1998): *Transition Report*, EBRD.
- European Bank for Reconstruction and Development (1999): *Bulgaria Country Profile*, EBRD.
- European Bank for Reconstruction and Development (2000): *Transition Report*, EBRD.
- F.A.Z.-Institut (2002): *Länderanalyse Bulgarien. Neue Regierung hält Kurs auf dem Weg zur Marktwirtschaft*, F.A.Z.-Institut für Management, Markt- und Medieninformationen GMBH, Januar.
- Feld, L. P./Kirchgässner, G. (2000): *Direct Democracy, Political Culture, and the Outcome of Economic Policy: a Report on the Swiss Experience*, European Journal of Political Economy 16, 287-306.
- Folkertsma, C. K./Hebbink, G. E. (1998): *Cash Management and the Choice of Payment Media. A Critical Survey of the Theory*, DNB Research Memorandum Nr. 532.
- Gros, D./Steinherr, A. (1995): *Winds of Change – Economic Transition in Central and Eastern Europe*, Ad Longan.
- Hillmann, A. L./Mitov, L./Peters, R. K. (1995): "The Private Sector, State Enterprises, and Informal Economic Activity", in: Bogetia, Ž./Hillmann, A. L. (Hrsg.) *Financing Government in the Transition: Bulgaria: The Political Economy of Tax Policies, Tax Bases, and Tax Evasion*, World Bank, Washington, D.C.
- International Bank for Reconstruction and Development (1989): *Finanzsysteme und Entwicklung*, UNO-Verlag, Bonn.
- Investment Guide for Southeast Europe (2001), Bulgaria Economic Forum, September 2001, 34-53
- Jalnazov, D. (2001): *Currency Boards in Transition Economies. The Bulgarian Experience (1997-2000)*, Department of Economics, Kyoto University.
- Johnson, S./Schleifer, A. (1999): *Coase and Coasians. The Regulation and Development of Capital Markets in Poland and the Czech Republic*, MIT and Harvard University.
- Kaminsky, G./Lizondo, S./Reinhart, K. (1998): *Leading Indicators of Currency Crises*, IMF Staff Papers, Bd. 45, Nr. 1, 1-48.

- Koford, K. (2000): *Citizen Restraints on "Leviathan" Government: Transition Politics in Bulgaria*, European Journal of Political Economy, Bd. 16, 307-338.
- Koford, K./Miller, J. B. (1998): *Contractual Enforcement in an Economy in Transition*, Unpublished working paper, Department of Economics, University of Delaware.
- Koford, K./Tchoegl, A. (1999): *Problems of Bank Lending in Bulgaria. Information Asymmetry and Institutional Learning*, Moot-Most 9: 123-151.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2001): *Regelmäßiger Bericht 2001 über die Fortschritte Bulgariens auf dem Weg zum Beitritt*, Brüssel.
- Koparanova, M. (Hrsg.) (1997): *Emerging Capital Markets in a Transitional Environment*, Anko Ltd.
- Korhonen, I./Sutela, P. (2000): "Currency Boards in the Baltics", in: *Economic Policy in Eastern Europe: Were Currency Boards a Solution?*, (Hrsg.) Iliana Zloch-Christy, Praeger, London, 93-112.
- Krahnen, J. P./Schmidt, R. H. (1994): *Development Finance as Institution Building. A New Approach to Poverty-Oriented Banking*, Westview, Boulder.
- Krugman, P. (1979): *A Model of Balance of Payment Crises*, Journal of Money, Credit, and Banking 11, 311-325.
- Krugman, P. (1996): *Are Currency Crises Self-Fulfilling?* National Bureau of Economic Research (NBER), Macroeconomic Annual.
- Kuran, T. (1989): *Sparks and Prairie Fires. Theory of Unanticipated Revolutions*, Public Choice 61, 41-74.
- Kuran, T. (1995): *Private Truths, Public Lies. The Social Consequences of Preference Falsification*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Lafleche, T. (1994): *The Demand for Currency and the Underground Economy*, Bank of Canada Review, Autumn, 39-58.
- Laidler, D. E. (1993): *The Demand for Money, Theories, Evidence, and Problems*, Harper and Row, Aufl. 4, New York.
- Lampe, J. R./Jackson, M. R. (1982): *Balkan Economic History (1550-1950). From Imperial Borderlands to Developing Nations*, Indiana University press, Bloomington.
- Lehmbruch, G. (1993): *Der Staat des vereinigten Deutschland und die Transformationsdynamik der Schnittstellen von Staat und Wirtschaft*, BISS Public, 3.10.1993, 21-42.
- Melone, A. P. (1998): *Creating Parliamentary Government. The Transition to Democracy in Bulgaria*, Ohio State University Press, Columbus.
- Mihov, I. (1999): *The economic Transition in Bulgaria (1989-1999)*, Insead, September.

- Miller, J. (1993): *The Bulgarian Banking System*, Bulgarische Nationalbank, Sofia.
- Miller, J. (1997): "Price Index Gap in Bulgaria", in: D. C. Jones und J. B. Miller (Hrsg.) *The Bulgarian Economy. Lessons from Reform During Early Transition*, Ashgate, Aldershot, England.
- Miller, J. (1999): *The Currency Board in Bulgaria. The First Two Years*, BNB Diskussionspapier DP/11/99.
- Miller, J./Petranov, S. (1996): *Banking in the Bulgarian Economy*, Bulgarische Nationalbank, Sofia.
- Miller, J./Petranov, S. (2000a): *The First Wave of Mass Privatization in Bulgaria and its Immediate Aftermath*, *The Economics of Transition*, Bd. 8, Nr. 1.
- Miller, J./Petranov, S. (2000b): *Non-Banking Financial Institutions in Bulgaria*, *Moct-Most*, 3-4, 363-380.
- Miller, J./Petranov, S. (2001): *The Financial System in the Bulgarian Economy*, BNB Diskussionspapier DP/19/2001.
- Ministerium der Finanzen (2000): *Annual Review of Government Debt 1999*, Sofia.
- Ministerium der Finanzen (2001): *Staatsverschuldung*, Monatsbulletin, November 2001.
- Mitov, L. (1995): "Excise taxation of fuel: a case study of lost revenue", in: Bogetiæ Ž./Hillmann, A. L. (Hrsg.) *Financing Government in the Transition: Bulgaria: The Political Economy of Tax Policies, Tax Bases, and Tax Evasion*, World Bank, Washington, D.C.
- Moser, C. A. (1994): In: *Theory and History of the Bulgarian Transition*, Free Initiative Foundation, Sofia.
- Nenovsky, N./Hristov, K. (1997): *Criteria for Evaluation of the Systemic Risk under the Currency Board*, Institute for Market Economics, Sofia.
- Nenovsky, N./Hristov, K. (1998): *Financial Repression and Credit Rationing under Currency Board Arrangement for Bulgaria*, BNB Diskussionspapier DP/2/98.
- Nenovsky, N./Hristov, K./Petrov, B. (1999): *Two Approaches to Fixed Exchange Rate Crises*, BNB Diskussionspapier DP/4/99.
- Nenovsky, N./Petrov, B. (1999): *Monetary Sector Modelling in Bulgaria (1913-1945)*, BNB Diskussionspapier DP/5/99.
- Neumärker, B. (1997): *Towards a Political Economy of Privately Provided Public Goods*, Diskussionspapier 04/97, Ruhr-Universität Bochum.
- OECD (1997): *Economic Survey of Bulgaria 1997*, OECD, Paris.
- OECD (1997): *OECD Economic Surveys (1996-1997). Bulgaria*, OECD, Paris.
- OECD (1999): *Economic Survey of Bulgaria 1999*, OECD, Paris.

- OECD (1999): *OECD Economic Surveys (1998-1999). Bulgaria*, OECD, Paris.
- Olson, M. J. (1995): *Why the Transition from Communism is so Difficult*, *Eastern Economic Journal* 21, 437-462.
- Ordelheide, D./Pfaff, D. (1994): *European Financial Reporting. Germany*, Routledge, London, New York.
- Palairret, M. (1997): *The Balkan Economies (1800-1914). Evolution Without Development*, Cambridge Univ. Press, Cambridge.
- Pari, bulg. Tageszeitung, diverse Artikel.
- Pautola, N. (2000): "Currency Boards in International Perspective", in: *Economic Policy in Eastern Europe. Were Currency Boards a Solution?*, (Hrsg.) Iliana Zloch-Christy, Praeger, London, 81-91.
- Pundeff, M. V. (1993): *Bulgaria in American Perspective. Political and Cultural Issues*, Sofia (St. Kliment Ohridski) Univ. Press, Sofia.
- Rogoff, K. (1998): *Blessing or Curse? Foreign and Underground Demand for Euro Notes*, *Economic Policy* 26, 263-303.
- Rose, R./Mishler, W./Haerpfer, C. (1998): *Democracy and its Alternatives. Understanding Post-Communist Societies*, Johns Hopkins Univ. Press, Baltimore, MD.
- Schmidt, R. H. (1996): *Comparing the French and German Financial Systems*, Arbeitspapier 10/96, Universität Frankfurt/Main.
- Schmidt, R. H./Marcel, T. (1997): "Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance", in: *European Financial Management*, Bd. 3, Nr. 1, 159-187.
- Schmidt, R. H./Terberger, E. (1996): *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*, 3. Aufl., Gabler, Wiesbaden.
- Schulz-Nieswandt, F. (1997): "Ökonomische Transformation und politische Institutionenbildung", in: *Institutionelle Probleme der Systemtransformation*, D. Cassel (Hrsg.), Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Bd. 254, Berlin, 69 ff.
- Segbers, K. (1997): *Transformationen in Russland. Eine neoinstitutionalistische Interpretation*, Österreichische Zeitschrift für Politikwissenschaft, Heft 3, 257 ff.
- Seitz, F. (1995): *The Circulation of Deutsche Mark Abroad*, Deutsche Bundesbank Diskussionspapier Nr. 1.
- Siklos, P. (1993): *Income Velocity and Institutional Change. Some New Time Series Evidence (1870-1986)*, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Bd. 25, Nr. 3, 377-392.
- Sorg, M./Vensel, V. (2000): "The Currency Board in Estonia", in: *Economic Policy in Eastern Europe. Were Currency Boards a Solution?*, (Hrsg.) Iliana Zloch-Christy, Praeger, London, 113-143.



- Stark, D. (1992a): *Great Transformation? Social Change in Eastern Europe. From System Identity to Organizational Diversity: Analysing Social Change in Eastern Europe*, Contemporary Sociology, 21.3.1992, 299-304.
- Stark, D. (1992b): *Path Dependence and Privatization Strategies in East Central Europe*, East European Politics and Societies, 6,1,1992, 17-54.
- Stiglitz, J. E. (1992): "The Design of Financial Systems for the Newly Emerging Democracies of Eastern Europe", in: Christopher Clague und Gordon C. Rausser (Hrsg.), *The Emergence of Market Economies in Eastern Europe*, Blackwell, Cambridge.
- Stratev, B. (1992): *The Law on Banks and Credit Activity as the Legal Framework for Commercial Banking*, Bank Review, Quarterly Journal of the Bulgarian National Bank, Nr. 2, 56-50.
- Thießen, U. (2000): *Banking Crises in Transition Countries. Theory and Empirical Evidence*, DIW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung), Berlin.
- Ulgenerk, E./Zlaoui, L. (2000): *From Transition to Accession. Developing Stable and Competitive Financial Markets in Bulgaria*, World Bank Technical Paper Nr. 473, World Bank, Washington, D.C.
- United Nations (2000): *Financial Management in Transitional Economies*, Department of Economic and Social Affairs Division For Public Economics and Public Administration, New York.
- Verheijen, T./Dimitrova, A. (1996): *Private Interests and Public Administration: The Central and East European Experience*, International Review of Administrative Sciences 62, 199-218.
- Wagner, N./Jakova, D. (2001): *Financial Sector Evolution in the Central European Economies. Challenges in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth*, IMF Working Paper WP/01/141.
- Williamson, J. (1995): *What Role for Currency Boards?*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Wittmann, D. (1995): *The Myth of Democratic Failure. Why Political Institutions are Efficient*, University of Chicago Press, Chicago.
- Wyzan, M. L. (1998): *The Political Economy of Bulgaria's Peculiar Post-Communist Business Cycle*, Comparative Economic Studies 40, 5-42.
- Yin, C.-C. (1998): *Equilibria of Collective Actions in Different Distributions of Protest Thresholds*, Public Choice 97, 535-567.
- Yotzov, V./Nenovsky, N./Petrova, I./Hristov, K./Petrov, B. (1998): *The First Year of the Currency Board in Bulgaria*, BNB Diskussionspapier DP/1/98.